Die Ungarische Nationalbank

(1924–1928)

Inauguraldissertation

vorgelegt der

philologisch-historischen Abteilung

der philosophischen Fakultät

der Universität Basel

zur Erlangung der philosophischen Doktorwürde

von

TIBOR NAGY

aus Budapest

*

München 1931

Genehmigt von der
philologisch-historischen Abteilung
der philosophischen Fakultät
auf Antrag der Herren Professoren

Dr. Edgar Salin und Stephan Bauer

Basel, den 3. Juni 1930

Prof. Dr. Latte
Dekan

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Gleichzeitig ist auch unter demselben Titel eine Buchhandelsausgabe im Verlag Duncker & Humblot, München, erschienen

Einleitung

Überblick über die Währungsgeschichte Ungarns bis zur Gründung der Ungarischen Nationalbank (1811–1924)

Die geschichtliche Entwicklung zeigt fast ausnahmslos, daß die Zentralbanken der Welt in Zeiten einer wirtschaftlichen Panik als erster Schritt zur Gesundung gegründet wurden. So entstand auch die Privilegierte Österreichische Nationalbank im Jahre 1816, in Form einer Aktiengesellschaft während der napoleonischen Kriege, die auch in Österreich-Ungarn zu einer Papiergeld-Inflation geführt hatten. Der Kaiser mußte im Jahre 1811 den Eintausch des Papiergeldes in Einlösungsscheine im Verhältnis von 100 : 20 anordnen und die Devalvation des Geldes auf ein Fünftel ihres vormaligen Wertes festsetzen. Kurz darauf folgte eine zweite Devalvation, die das alte Papiergeld auf ein Zwanzigstel seines vormaligen Wertes herabsetzte. Dadurch entstand eine Panik: es wurde Gold- und Silbergeld verlangt, da man die Papierscheine nicht anerkennen wollte. In dieser Lage wurde die Österreichische Nationalbank gegründet in der Absicht, die staatlichen Kredite durch Bankkredit zu decken.

Aufgabe der Bank war die Banknotenausgabe. Sie hatte ihre Noten auf Verlangen in Metallgeld einzulösen; gleichzeitig verpflichtete sich auch der Staat, die Bank nicht für seine eigenen Zwecke zu mißbrauchen. Schon im Jahre 1848 aber sah er sich infolge kriegerischer Verhältnisse gezwungen, Anleihen bei der Bank aufzunehmen und gab zu diesem Zwecke staatliche Zwangspapiere aus. Infolgedessen mußte auch die Österreichische Bank bald ihre Einlösungspflicht aufheben. Erst im Jahre 1858 konnte sie die Einlösung in Silbergeld für etwa ein halbes Jahr wieder aufnehmen, und erst 1862 kam es zu einer Vereinbarung, wonach die Bank außer den durch

Metall gedeckten Noten (Deckung in Silber und ein Viertel in Gold) noch für 200 Millionen Gulden Banknoten ohne Metalldeckung ausgeben durfte, also eine starre direkte Kontingentierung der Notenausgabe, wahrscheinlich nach dem englischen Muster des Peelschen Systems vom Jahre 1844. Man bestimmte auch gleichzeitig, auf welche Weise der Staat seine Schulden an die Bank zurückzuzahlen hätte und hoffte, so die Einlösung der Noten im Jahre 1867 wieder aufnehmen zu können. Schon im Jahre 1866 aber mußten wieder Staatspapierscheine ausgegeben werden. Es wurden 312 Millionen Gulden auf diese Weise emittiert, wofür in einer Vereinbarung vom Jahre 1867 neben Österreich auch Ungarn die Haftung übernahm.

Ungarn strebte indessen eine selbständige Nationalbank an und wollte nicht dulden, daß die Österreichische Nationalbank ohne jede gesetzliche Ermächtigung ihre Tätigkeit auch für Ungarn unbeschränkt ausübte. Während der Befreiungskriege gegen Österreich in den Jahren 1848—1849 traf der erste ungarische Finanzminister Ludwig Kossuth eine Vereinbarung mit der „Pester Ungarischen Kommerzialbank" über die Ausgabe von Papiergeld. Der Innenminister Szemere erließ einen Aufruf an die ungarische Nation, der über 2 Millionen Gulden an Geschenken und Anleihen einbrachte, die dann als Deckung für die Ausgabe von 3390 720-Pengő-Guldennoten dienten. Doch mit dem unglücklichen Ausgang des Krieges für Ungarn verlor dieses Geld seinen Wert, und der größte Teil der Deckungsreserve wurde von Österreich beschlagnahmt. Ludwig Kossuth setzte die Notenemission als Emigrant in England fort. Österreich zog ihn aber vor Gericht. Kossuth wurde zwar vom Grafen Cavour und Napoleon III. finanziell unterstützt, dennoch verlor er den Prozeß und mußte alle emittierten Noten vernichten.

Der im Jahre 1867 erfolgte „Ausgleich" zwischen den beiden Ländern gestattete das Funktionieren der Österreichischen Nationalbank in Ungarn bis zum Ablauf ihres Privilegiums mit der Begründung, daß das von Zeit zu Zeit abzuschließende Zoll- und Handelsbündnis ein einheitliches Geldsystem erfordere. Allerlei Verhandlungen und Streitigkeiten führten 1878 endlich zur Umgestaltung der Österreichischen Nationalbank in die Österreichisch-ungarische Bank nach gleichen Grundsätzen. Damit war aber Ungarn

nicht ganz zufrieden. Die ungarische Politik strebte weiter nach einer selbständigen ungarischen Notenbank. Der Dualismus konnte Ungarn nicht befriedigen, und es wollte wenigstens eine gleichberechtigte Stellung innerhalb der Bank erlangen.

Seit 1858 war die österreichische Währung auch Ungarns Landeswährung, ursprünglich eine Silberwährung mit dem „Gulden" als Einheit, der 45% Feinsilber enthielt. Die Silberprägung wurde aber infolge der Silberentwertung bald eingestellt und durch eine Papierwährung abgelöst: als Umlaufsmittel dienten die Banknoten der Österreichischen und später der Österreichisch-ungarischen Bank, außerdem noch Staatsnoten. Das Ausgabekontingent der Staatsnoten betrug 312 Millionen Gulden, die bis auf 400 Millionen Gulden ansteigen konnten. Bank- und Staatsnoten hatten Zwangskurs.

Im Jahre 1892 wurde durch ein Valutagesetz der Übergang zur Goldwährung gesetzlich beschlossen und als Einheit die „Krone" gewählt. 3280 Kronen entsprachen einem Kilo Feingold. Man legte für beide Staaten der Monarchie die gleichen Grundlagen fest und erhob die Münze der Kronenwährung zum gesetzlichen Zahlungsmittel. Die neuen Währungsgesetze wurden langsam durchgeführt: man nahm zuerst die Goldprägung auf und darnach die von Teil- und Scheidemünzen aus Silber, Nickel und Bronze. Alle früheren Münzsorten wurden eingezogen, ausgenommen die Silberguldenstücke, die nach und nach in Teilmünzen umgeprägt wurden.

Im Jahre 1897 lief der Termin des dritten Zoll- und Handelsbündnisses wie des Bankprivilegiums ab. Die Ratifizierung für weitere 10 Jahre konnte im österreichischen Parlament wegen der schlechten innerpolitischen Verhältnisse nicht durchgeführt werden. Ungarn half sich, indem der Finanzminister mit der Bank eine Vereinbarung zur Aufrechterhaltung des status quo traf. Erst nach langen mühseligen Unterhandlungen erteilte das Gesetz vom Jahre 1899 der Bank das Privilegium bis zum Jahre 1910. Das Gesetz führte vor allem die Kronenwährung als obligatorische Währungseinheit ein. Es verordnete die volle Einlösung aller Staatsnoten und die Revision des Bankstatutes. Um die Stabilität der Krone im Verhältnis zu den Währungen anderer Länder aufrechtzuerhalten, wurde die Bank ermächtigt, auf ausländische und inländische Ge-

biete lautende Valuten und Devisen zu beschaffen und zu verkaufen, Schecks und Anweisungen auf das Ausland auszustellen, im Auslande Inkasso wie Zahlungen für Fremde im Inlande zu besorgen und auch die dazu nötigen Guthaben im Auslande zu halten. Obwohl die Barzahlung noch nicht eingeführt war, hatte die Bank ihre Noten auf Verlangen in Gold eingelöst. Das Vertrauen des Publikums in die Banknoten war aber schon so groß, daß es auf das Gold verzichtete. Man nennt das Goldblindheit. Das vorschwebende Ziel war die Einführung des Goldmünzumlaufes, und die Bank versuchte darum das Publikum an das Gold zu gewöhnen, doch fanden alle ausgegebenen Goldstücke bald ihren Weg zurück in die Bankkassen.

Die Aufnahme der Barzahlungen stand als Problem oft im Vordergrund der Diskussion. Besonders Ungarn setzte sich dafür sehr ein, ohne jedoch sein Ziel erreichen zu können.

Im Jahre 1910 wurde das Bankprivilegium bis 1917 verlängert.

Kurz zusammengefaßt war die Österreichisch-ungarische Bank vor dem Ausbruch des Krieges folgendermaßen organisiert: es war eine Privatgesellschaft mit 210 Millionen Kronen Aktienkapital. Die Noten der Bank waren gesetzliches Zahlungsmittel mit zwei Fünftel Deckung in Metall, wovon 60 Millionen Kronen auf englische, französische und deutsche Plätze lautende Devisen sein konnten. Für einen Notenumlauf, der den Barvorrat um mehr als 600 Millionen überstieg, war eine 5%ige Banknotensteuer zu entrichten.

Bericht der Österreich-ungarischen Bank vom 23. Juli 1914.

Aktiva	In 1000 Kronen	Passiva	In 1000 Kronen
Metallreserven	1 237 879	Aktienkapital	210 000
Devisen	60 000	Reserven	32 160
Silbermünzen	291 368	Banknoten	2 129 759
	1 589 247	Giro-Forderungen . . .	291 270
Escomptierte Wechsel, Warranten und Wertpapiere	767 830	Hypotheken-Pfandbriefe	291 268
Kredite und Faustpfänder	186 526	Andere Passiva	82 051
Schulden des österreichischen Staates	60 000		
Wertpapiere	17 618		
Hypotheken-Forderungen	299 994		
Andere Aktiva	115 293		
Insgesamt	3 036 508	Insgesamt	3 036 508

Die äußeren und inneren Geldverhältnisse Ungarns waren in den letzten Jahren vor Kriegsausbruch dauernd ungünstig. Die Preise stiegen beständig, der Notenumlauf nahm zu, so daß die Bank ihren Diskontsatz 1910 von 4% auf 5% erhöhen mußte. Die Handelsbilanz war dauernd passiv. Im Jahre 1912 verbesserte sich die Industriekonjunktur und die Landwirtschaft suchte infolge der erhöhten Getreidepreise Meliorationskredite. Der Staatshaushalt war knapp an Mitteln und verschaffte sich durch Schatzscheinemissionen kurzfristiges Geld. Der Banknotenumlauf erreichte eine Höhe von 2,8 Milliarden, weshalb sich die Österreich-ungarische Bank gezwungen sah, ihren Diskontsatz noch weiter, auf 5½% und später auf 6% zu erhöhen. Dennoch floß Gold ins Ausland ab. Zu Ende des Jahres 1913 waren die Verhältnisse wieder etwas günstiger; man konnte kleine Anleiheposten im Auslande placieren. Infolgedessen wurde im März 1914 der Diskontsatz auf 4% erniedrigt. Dies dauerte jedoch nur kurze Zeit an; schon im Juli d. J. betrug der Diskontsatz wieder 5% und die Golddeckung nur mehr 45% gegenüber den 70% vom Jahre 1910. Die Minimaldeckung war auf 40% festgelegt, so daß es kaum mehr eine Notenemissionsmöglichkeit innerhalb des gesetzlichen Rahmens gab.

So war die Lage zur Zeit des Ultimatums an Serbien, und als der Abbruch der diplomatischen Beziehungen erfolgt war, zeigte sich auch sofort eine Spannung am Geldmarkte. Es entstand eine stürmische Nachfrage nach Gold und Devisen. Die Bank wehrte sich dagegen durch Erhöhung ihres Diskontsatzes von 4% auf 5%. Natürlich war diese Maßnahme bei den damaligen Zuständen ganz wirkungslos, so daß man kurz darauf den Zinssatz auf 6% festsetzen mußte und am 31. Juli sogar auf 8%.

Da der Kriegsausbruch noch dazu in die Erntezeit fiel, war die einzig mögliche Maßnahme, die die Banken vor dem gewaltigen „Run" an ihren Schaltern retten konnte, die Festsetzung eines Moratoriums für alle vor dem 1. August 1914 eingegangenen Schuldverpflichtungen. Gleichzeitig wurden auch die Statuten der Österreichisch-ungarischen Bank entsprechend umgestaltet; die Vorschrift zur Stützung des Kronenkurses wurde ebenso aufgehoben wie die Verpflichtung zu 40%iger Minimaldeckung in Metall, auch die

monatlich viermalige Publikation des Standes der Aktiven und Passiven der Bank wurde eingestellt.

Nun aber waren die Mittel zur Mobilisierung zu beschaffen. Am 4. August 1914 mußte darum eine Anleihe von 340 Mill. Kronen Nominalwert an ein Konsortium Budapester Großbanken zu 85% begeben werden. Schon nach einigen Wochen befanden sich diese Anleihestücke (in Form von Schatzwechseln) in der Österreich-ungarischen Bank, wo sie nochmals zu 85% lombardiert wurden, was eine neuerliche Kaufkraftschöpfung bedeutete. Kurz darauf lieh sich der Staat 2 Milliarden bei der Notenbank, gegen Schuldverschreibungen, sodann verschaffte er sich Geld gegen Sollwechsel. Nachdem so der Kapital- und Geldmarkt flüssiger geworden ist, konnte der Staat zur Ausgabe von Kriegsanleihen übergehen. Die beginnende Inflation steigerte in dieser Weise die Flüssigkeit des Geld- und Kapitalmarktes und verursachte eine Scheinkonjunktur, die immer wieder durch periodisch aufgenommene Kriegsanleihen abgebremst wurde.

Ein Abkommen vom 15. Juli 1915 bildete die Grundlage der weiteren Kriegsfinanzierung. Die Österreich-ungarische Bank verpflichtete sich darin, beiden Staaten je einen Kredit von 1½ Milliarden mit 1%iger Verzinsung gegen Staatsschuldverschreibungen zu gewähren. Im Laufe des Krieges wiederholte sich das einundzwanzigmal, überdies wurde die Notenpresse natürlich schneller in Gang gebracht. Die private Beanspruchung der Notenbank spielte im Verhältnis zur öffentlichen Beanspruchung keine große Rolle.

Während der öffentliche Diskontsatz von April 1915 bis zum Kriegsende unverändert 5% betrug, stand der Marktsatz die ganze Zeit hindurch wesentlich darunter; er betrug etwa 2½—3½%, trotzdem er auf Grund der äußeren und inneren Geldentwertung wesentlich höher hätte sein müssen. Infolge der inflatorischen Geldfülle jedoch blieb der Satz niedrig; es wurde auch keine größere „Risikoprämie" berechnet.

Eine Diskontpolitik hätte kaum etwas nützen können, da der Staat die Inflation in Gang setzte; auf Grund des Abkommens vom Juli 1915 hatte er nur 1% für die Notenbankkredite zu zahlen. Unter diesen Umständen hätte ein noch so hoher Diskontsatz die Inflation nicht verhindern können.

Im Jahre 1917 wurde das Privileg der Österreich-ungarischen Bank für weitere 10 Jahre verlängert.

Geldflüssigkeit war bis zum Kriegsende vorhanden. Die gesamten Kriegsschulden Ungarns allein betrugen am Ende des Krieges etwa 34 Milliarden Kronen, — wovon 16 Milliarden auf die Kriegsanleihen, etwa 16½ Milliarden auf die schwebenden Schulden der ungarischen Regierung bei der Österreich-ungarischen Bank und bei den ungarischen Großbanken und 1½ Milliarden Mark Schulden auf Deutschland entfielen. — Das Agio des schweizerischen Franken zur Krone betrug am Ende des Krieges etwa 150%. Demnach wäre eine Rückkehr auf die Vorkriegsparität gar nicht möglich gewesen, davon ganz abgesehen, daß die Kaufkraftparität der zwei Länder in Wirklichkeit für Ungarn noch viel ungünstiger war als der Wechselkurs. Die inländischen Preise standen bedeutend höher als der Preis für neutrale Edelvaluten. Die inländische Preiserhöhung betrug etwa das Achtfache des Vorkriegsniveaus. Diese außerordentliche Verschiebung von Kaufkraftparität und Wechselkurs kam dadurch zustande, daß erstens die zusätzliche Kaufkraft im Inlande blieb, zweitens der internationale Zahlungsverkehr ganz unbedeutend war, und drittens die im Jahre 1916 errichtete Devisenzentrale den Kronenkurs nach außen hin aus Prestigegründen stützte.

Bericht der Österreich-ungarischen Bank.

Aktiva	23. Juli 1914	31. August 1918
Metallbestand	1 237 879	267 711
Devisen	60 000	17 765
Silbergeld	291 368	57 241
	1 589 247	342 717
Kriegs-Staatskassenscheine	—	130 989
Eskomptierte Wechsel, Warranten und Wertpapiere	767 830	2 812 484
Kredite auf Faustpfand	186 526	4 734 855
Alte österreichische Schulden	60 000	60 000
Neue österreichische Schulden	—	20 034 000
Neue ungarische Schulden	—	6 984 000
Wertpapiere	17 618	56 584
Hypotheken-Forderungen	299 994	280 354
Andere Aktiven	115 293	4 341 682
Insgesamt	3 036 508	39 791 662

Passiva		
Aktienkapital	210 000	210 000
Reserven	32 160	42 190
Banknoten	2 129 759	31 483 231
Giro-Forderungen	291 270	3 362 314
Pfandbriefe	291 268	274 771
Andere Passiven	82 051	4 419 163
Insgesamt	3 036 508	39 791 669

Auf dieser Grundlage hätte man zu Kriegsende ohne weiteres die Sanierung Ungarns vornehmen können.

In den Friedensdiktaten wurde das einheitliche Wirtschaftsgebiet der Österreich-ungarischen Monarchie, das etwa über 52 Millionen Menschen umfaßte, in mehrere miteinander stark konkurrierenden Einzelstaaten aufgeteilt.

Gegen Ende des Krieges sank die österreich-ungarische Krone auf ungefähr ein Drittel ihres Goldwertes; sie wurde Anfang November 1918 in Zürich mit 36,75 Franken bewertet. Zunächst war sie noch auf dem ganzen Gebiete der zerstückelten Monarchie im Umlaufe; doch strebten die Einzelstaaten schon nach selbständigen Geldsystemen. Die starke Beschränkung des internationalen Geld- und Kapitalverkehrs und die Abstempelung der Banknoten, die sich in den einzelnen Staaten in Umlauf befanden, sind die wesentlichen Merkmale der ersten Nachkriegsjahre.

Das ganze Gebiet der gewesenen Monarchie befand sich in arger Verwirrung. In Ungarn konnte von planmäßiger Finanz- und Währungspolitik überhaupt keine Rede sein, und in dieses Chaos brach der Bolschewismus ein. Am 21. März 1919 wurde die sogenannte „Räteregierung" aufgestellt, die eine recht originelle Lösung der leidigen Finanzfrage brachte: sie fälschte einfach die Noten der Österreich-ungarischen Bank, deren Klischees sich zufällig in Budapest befanden. So brachte sie eine große Menge von Noten in Umlauf, die (das sogenannte „weiße Geld") ein Disagio gegenüber dem „blauen", echten Gelde der Österreich-ungarischen Bank aufwies. Nach dem Sturze der Räteregierung hat die neue ungarische Regierung das gefälschte „weiße Geld" sofort auf ein Fünftel seines

Nominalwertes herabgesetzt und aus dem Verkehr zurückgezogen. Die Räteregierung hatte auch die Postsparkasse als Geldschöpfungsquelle benützt; diese 5-, 10- und 20-Kronen-Stücke wurden aber auch nach ihrem Sturze weiter emittiert.

Der Bolschewismus war auch der Grund dessen, daß von den Nachfolgestaaten Ungarn außer Polen zuletzt die formale Differenzierung seines Geldsystems von dem alten österreich-ungarischen Geldsystem durchgeführt hat. Im März des Jahres 1920 wurde die differenzierende Abstempelung durchgeführt, und zwar so, daß 50% der zur Abstempelung präsentierten Noten in Form einer Zwangsanleihe zurückgehalten wurden. Dies war der erste Versuch, die sich immer mehr verschlechternde ungarische Valuta zu stützen, aber auch diese deflationistische Maßnahme konnte die Inflation nicht aufhalten, und sie hatte kaum eine währungspolitische Wirkung, da der weiteren Papiergeldemission keine Schranke gesetzt war und die Postsparkassennoten unabgestempelt im Umlauf blieben. Die schon seit dem 20. Januar 1920 in Zürich separiert notierte ungarische Krone wurde im Februar d. J. mit 1,90 Franken (Krone 100 = 1,90) bewertet, im März mit 2,65 und im Juli mit 3,37. Von da ab verschlechterte sie sich wieder unaufhörlich. Es wurde hier schon gesagt, daß der Kronenkurs während des Krieges immer höher war, als es der Kaufkraftparität entsprochen hätte. Beim Valutasturz der Nachkriegszeit dagegen eilte der Sturz des ausländischen Kronenkurses der Kaufkraftparität voraus.

Nach dem Mißlingen der Abstempelung begann eine neue Periode in der Geschichte des ungarischen Geldwesens, die einen nie vorausgeahnten Sturz der Krone zur Folge hatte.

In der trostlosen Lage zu Ende des Jahres 1920, da die ungarische Krone in Zürich auf 1,15 Franken gesunken war, berief man einen Mann der Praxis, den Bankdirektor Lorand Hegedüs zur Leitung des Finanzministeriums, der beabsichtigte Ungarns finanziellen und valutarischen Verhältnisse, auf seine eigene innere Kraft gestützt, neu aufzubauen. Er suchte vor allem den Staatshaushalt durch eine Vermögensabgabe auszugleichen (Besteuerung aller Bankeinlagen, die den Gegenwert von 10 Schweizerfranken überschritten, Ablieferung von 15% des Aktienkapitals aller Aktiengesellschaften usw.). Durch

solche deflationistische Maßnahmen suchte er den Kurs der Krone zu heben und auf einer höheren Parität zu stabilisieren. Der Erfolg war aber nur vorübergehend: im Mai des Jahres 1921 wurde die Krone in Zürich mit 2,45 Franken bewertet, von da ab verschlechterte sich ihr Kurs wieder. Der Grund davon ist teils in den unkonsolidierten inneren Verhältnissen zu suchen, teils aber auch in den drohenden Lasten der zwar zahlenmäßig noch nicht fixierten, aber im Friedensvertrage prinzipiell geforderten Reparationsleistungen Ungarns.

Am 1. August 1921 übernahm das königlich-ungarische staatliche Noteninstitut, das auf Grund des Gesetzartikels XIV. vom Jahre 1921 gegründet wurde, die Tätigkeit der alten Österreich-ungarischen Bank. Ihre Notenausgabemöglichkeit war in hoffnungsvoller Weise beschränkt; so lange durch die Vermögensabgabe Mittel zur Verfügung standen, hat der Staat auch die Notenpresse nicht beansprucht.

Das dauerte aber nicht lange, und vom Herbst 1921 ab wurde die Notenpresse wieder mehr und mehr in Anspruch genommen, so daß der Kronenkurs tiefer und tiefer sank. Ungarn wurde bald zu einem Zentrum der Spekulation. Wenn bis dahin der Staat die Inflation diktiert hatte, so übernahm nun die Privatwirtschaft diese Rolle. Das Noteninstitut befriedigte weitherzig die privatwirtschaftlichen Kreditansprüche. Im Sommer 1922 bewertete Zürich 100 ungarische Kronen nur mehr mit 0,30 Franken. Eine Panikstimmung kam im ganzen Lande auf. Am 10. August 1922 gründete man eine Devisenzentrale, um den Geld- und Kreditverkehr mit dem Auslande zu kontrollieren. Man glaubte nämlich, daß der Kronenkurssturz im Auslande verursacht worden sei dadurch, daß sich die ausländischen Spekulanten bedeutende Forderungen in ungarischer Krone verschafft hätten. Die Devisenzentrale versuchte diese Forderungen einzuschränken. In einem Lande, in dem Inflation herrscht, verursacht jedoch eine Devisenpolitik mehr Schaden als Erfolg: im Falle Ungarns eine Effekten- und Devisenhausse. Mit der Zeit wurde immer mehr Geld, eben infolge der Devisenmarktsperre, flüssig und strömte zum Effektenmarkt: eine Effektenhausse war die Folge. Der Kronenkurs, der sich vor Errichtung der De-

visenzentrale noch verhältnismäßig stabil gehalten hatte, sank nun ganz gewaltig. Die Effektenkurse verdoppelten sich von einem Tage zum anderen. Auch eine Aktienverwässerung trat ein, d. h. eine Aktieninflation. Diese Zustände und besonders die Inflationsinvestitionen verursachten trotz der unbeschränkten Notenemission so ungeheuere Geldansprüche, daß der Privatzinssatz oft unglaublich hoch war. Die wöchentliche Abwickelung der Börsenengagements brachte das Wochengeld als eine Art Gelddarlehen in Mode. Der Wochengeldzinssatz betrug aber oft 20% pro Woche.

Im Mai 1924 sank die ungarische Krone auf ein Zwanzigtausendstel ihres Vorkriegswertes. Doch schon vorher, im Frühjahr des Jahres 1923, war der Regierung klar geworden, daß die finanzielle Lage, wie die Währung Ungarns unmöglich ohne Inanspruchnahme von Auslandskapital saniert werden könnte, und so begann man mit dem Auslande zu verhandeln.

Erster Teil

Die Sanierung Ungarns

1. DIE ALLGEMEINE LAGE

Alle Versuche, die die Regierung bis 1924 unternahm, um das Land seinen wirtschaftlichen Schwierigkeiten zu entreißen, waren vergeblich, da ein geeigneter Plan und die zu seiner Durchführung nötigen Mittel fehlten.

Wie oben gesagt, hatte die Regierung schon im Jahre 1921 einen Plan für den Ausgleich des Staatshaushaltes wie für die Stabilisierung der Krone entworfen. Da aber die Regierung sich entschloß, die Staatsausgaben nur aus wirklichen Einnahmen zu bestreiten, sie durch Steuereinnahmen zu decken, so wollte sie ihr Ziel offenbar durch eine Deflation erreichen. Die Notenbank sollte jedenfalls nicht mehr in Anspruch genommen werden, um die Krone nicht weiter zu entwerten. Schwere Steuerlasten wurden dafür der Volkswirtschaft auferlegt. Trotzdem blieb dieser Plan erfolglos; man hatte nämlich vergessen, daß der Kronenkurs auch durch die ungünstige Zahlungsbilanz wie durch psychologische Momente beeinflußt wurde. Dies war in dem Programm übersehen worden, und also konnte selbst die Stillegung der Notenpresse die fortschreitende Kronenentwertung nicht aufhalten. Die Entwertung der Krone ging also weiter, so daß selbst die sehr schweren Steuerlasten die steigenden Staatsausgaben nicht decken konnten.

Die alte, allein auf der Quantitätstheorie aufgebaute Geldtheorie besagte, daß der Wechselkurs nur vom inneren Preisniveau her bestimmt werde. Auch Cassel und Keynes vertreten noch in ihren Theorien über die Kaufkraftparität die Meinung, wonach der Wechselkurs nach Eindämmung der Inflation nur durch das Preisniveau im Inlande beeinflußt und bestimmt wird. Gewiß hat diese Theorie viel Richtiges an sich, die Entwertung des Geldes kann aber

auch (wie es Prof. Aftalion z. B. für Frankreich in der Zeit nach dem Kriege nachgewiesen hat [Monnaie, Prix et Change, 1927]) nicht nur durch das Geldvolumen, sondern auch durch den Wechselkurs hervorgerufen werden. Unter dem Einfluß des Wechselkurses können die Preise steigen; die höheren Preise wirken dann aber auf die Geldmenge, — was sich wiederum auf die Preise auswirkt: ein circulus vitiosus.

Es ist also fraglich, was für eine Maßnahme die ungarische Regierung damals hätte vornehmen sollen, um einen gesunden Zustand stand des Geldwesens, der Staatsfinanzen und der Wirtschaft herbeizuführen.

Die richtige Diagnose muß der Ausgangspunkt sein. Erst wenn man die Gründe der Störungen kennt, kann man die Maßnahmen zu ihrer Behebung feststellen.

Unsere Diagnose lautet: Inflation, fortschreitende Geldentwertung, Defizit in den Staatsfinanzen, passive Handels- und Zahlungsbilanz. Um eine Gesundung herbeizuführen hätte man also:

1. die Inflation eindämmen, d. h. den Wechselkurs und die innere Kaufkraft des Geldes stabilisieren müssen, aber ohne Deflation, die nach Keynes schlimmere Folgen haben kann als die Inflation selber, da sie zu Produktioneinstellung und Arbeiterentlassung führt. Er sagt: „Arbeitslosigkeit hervorrufen ist in einer verarmten Welt schlimmer, als den Rentner enttäuschen[1].“ Die Stabilisierung des Geldes soll zugunsten der Ausfuhr auf einem niedrigen Preisniveau erfolgen;
2. das Gleichgewicht im Staatshaushalt herstellen müssen;
3. für eine ausreichende Reserve in der Notenbank sorgen müssen, um im Falle einer passiven Zahlungsbilanz damit den Wechselkurs stabilisieren zu können.

Es ist nicht immer notwendig, den Staatshaushalt ins Gleichgewicht zu bringen, um die Stabilisierung des Wechselkurses zu erreichen. Mit einer ausreichenden Notenbankreserve kann der Wechselkurs auch ohne ausgeglichenen Staatshaushalt, wenn auch nicht auf die Dauer, stabilisiert werden; nur darf die Notenbank dem Staate

[1] Vgl. J. M. Keynes, A Tract on monetary Reform. 1923.

keinen Vorschuß mehr geben. Das Budgetdefizit sollte in diesem Falle durch Anleihen ausgeglichen werden. Natürlich bedeutet aber ein ausgeglichenes Budget eine große Erleichterung für die Stabilisierung des Wechselkurses.

Warum muß aber zuerst der Wechselkurs stabilisiert werden?

Nach der Quantitätstheorie des Geldes wird das allgemeine Preisniveau durch die Menge der vorhandenen Geldumlaufsmittel bestimmt, d. h.: P = M, nach J. Fisher[2]:

$$\frac{MV + M'V'}{T} = P$$

Ist nun wirklich P = M, verläuft die Kurve von P wirklich parallel mit der Kurve von M? Die Quantitätstheorie setzt dies voraus, die Erfahrungen der Nachkriegszeit aber liefern viele Beweise dagegen.

Die Quantitätstheorie behauptet, daß bei Variierung nur eines der Elemente M oder M' wie V oder V' oder T und gleichzeitiger Konstanz aller übrigen P proportional zu dem variierenden Element mit variiert.

Wenn aber z. B. die Elemente M und M' variieren (und T konstant bleibt), ohne dadurch auf P zu wirken, so wird der Grund dafür bei den Elementen V und V' zu suchen sein. V und V' sind aber unauskalkulierbar:

$$\frac{MV + M'V'}{T} = P$$

wir fragen nun aber:

Ist es möglich, daß bei Variierung eines Elementes der linken Seite der Gleichung auch alle anderen Elemente derselben Seite unverändert bleiben können? Und weiter: wenn man auf P wirken will, auf welches der Elemente der linken Seite der Gleichung muß man dann einwirken? Auf diese zwei Fragen gibt die Quantitätstheorie keine Antwort.

---

[2] M = Geldumlaufsmittel,
M' = Bankdepositen,
V und V' = Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes und der Bankdepositen,
T = Transaktionen,
P = Preise.

Weiter behauptet die Quantitätstheorie, daß innerhalb der Gleichung ein Kausalzusammenhang bestehe, und zwar von der linken Seite der Gleichung auf die rechte, niemals aber umgekehrt, d. h. P ist immer eine Folge von Variierungen, niemals aber Ursache. Das trifft jedoch bei den unstabilen Wechselkursen nicht zu, denn dann rufen die Variationen in P die Variationen in M hervor und nicht umgekehrt. P kann nämlich selbständig, infolge von Gründen, die nicht in der Geldsphäre liegen, variieren. Das wird der Fall sein bei Krisen und unstabilem Wechselkurse.

Krisen wirken unmittelbar und selbständig auf P. ein, nicht aber erst über V und V′ oder M und M′. Es erfolgt ein Preissturz infolge zu ausgedehnter Produktion.

Der Wechselkurs wirkt direkt auf P, V und V′ ein und nur indirekt durch P auf M und M′. Hier wird eine Veränderung von P Ursache und eine Veränderung von M die Folge sein: also entgegengesetzt den Behauptungen der Quantitätstheorie.

Auf P können auch V, V′ und T einwirken, P aber auf M und M′.

Wenn man also auf P einwirken will, so darf man nicht M und M′ beeinflussen, sondern den Wechselkurs, der seinerseits auf V und V′ einwirkt.

In Inflationszeiten wirkt M auf V, denn ein jeder will mit seinem Gelde etwas kaufen, um es nicht entwerten zu lassen. Bei Deflation durch Verminderung von M wird V sich auch vermindern.

In den Vereinigten Staaten wurde im Jahre 1920/21 z. B. M und M′ ganz unbedeutend vermindert, gleichwohl aber sind die Preise gewaltig gesunken, also war gewiß V und V′ vermindert.

Für die Durchführung der Stabilisierung der Kaufkraft des Geldes in Ungarn hätte man also nicht auf M, sondern auf den Wechselkurs einwirken sollen, der sich dann wieder direkt auf P ausgewirkt haben würde. Dies aber hätte nur vermittels einer großen Reserve von Devisen (Anleihe) durchgeführt werden können, — wie es später auch wirklich geschah. —

In einer Zeit, wo die Kaufkraft bzw. der Wechselkurs stabil ist, wirkt tatsächlich M auf P ein. Also hat die Quantitätstheorie nur für Zeiten, in denen die Währung stabil ist, ihre Berechtigung. Es ist ja schon heute allgemein bekannt, daß die Quantitätstheorie nur

in Zeiten wirtschaftlichen Gleichgewichts angewandt werden kann. „Ceteris paribus" ist ihre Vorbedingung, und infolgedessen kann man mit ihr allein in Kriegs- und Nachkriegszeiten nicht auskommen.

Die Stabilisierung des Preisniveaus kann nur durch Stabilisierung des Wechselkurses und erst darnach durch die Regulierung der Geld- und Kreditmenge erfolgen. Einer Stabilisierung des Wechselkurses aber soll eine Equilibrisierung der Zahlungsbilanz durch eine Devisenreserve vorausgehen. Man muß zuerst systematisch auf den Wechselkurs einwirken, so daß er sich innerhalb gewisser Grenzen hält, und erst dann soll er auf dem gewünschten Preisniveau stabilisiert werden.

Wenn der Notenbank zu viel Devisen zum Ankauf angeboten werden, so soll sie sie dennoch zum fixierten Kurse kaufen; es könnte zwar dadurch eine Inflation verursacht werden, da ja die Notenbank die Devisen nur durch Schaffung neuer Kaufkraft kaufen kann. Die Preise werden gleichwohl nicht steigen, da der Wechselkurs schon stabil ist. Es wird sich eine Tendenz zur Erhöhung des Preisniveaus zeigen, das jedoch nicht über das internationale Preisniveau steigen kann. Wenn durch Devisen zu viel Geld ins Inland geflossen ist, so geht dieses Geld gewöhnlich an die Börse.

Nicht durch die Stabilisierung des Wechselkurses werden die Preise erhöht, sondern dadurch, daß die inneren Preise sich dem internationalen Preisniveau angleichen. Wenn sich die Geldumlaufsmittel in einem solchen Falle vermehren, so kann dies nie als Ursache, sondern nur als Folge des erhöhten inneren Preisniveaus betrachtet werden.

Die Equilibrierung des Staatshaushaltes ist zur Verhinderung weiterer Geldentwertung nötig. Sie muß aber als rein psychologisches Moment berücksichtigt werden: Das Publikum sieht ein Unglück im Budgetdefizit. In einem solchen Falle sucht es sein Geld in stabile ausländische Geldarten umzutauschen und verursacht dadurch selbst einen Druck auf den Wechselkurs. Das Mißtrauen des Publikums gegenüber dem Defizit des Staatshaushalts ist in der Vorstellung begründet, daß das Defizit durch Inflation (Vorschuß) gedeckt werden könnte, was eine neue Entwertung des Geldes bedeuten würde. Diese Furcht ist auch nicht unbegründet. In normalen Zeiten nahm der

Staat nur vorübergehend bei der Notenbank Schulden auf. Seit dem Kriege aber hat allein die Notenpresse die großen Ausgaben gedeckt. Diesen Weg sind fast alle kriegführenden Länder gegangen.

Der Lage nach mußte Ungarn zuerst den Wechselkurs stabilisieren und dann das Gleichgewicht im Staatshaushalte herstellen. Die Regierung sah, daß dies nur vermittels einer Auslandsanleihe durchgeführt werden konnte.

2. DIE BEMÜHUNGEN DER REGIERUNG UM DEN WIEDERAUFBAU

Am 22. April 1923 richtete die ungarische Regierung eine Note an die Reparationskommission des Völkerbundes, in der die Befreiung des zur Zahlung der Reparationsschulden verpfändeten Vermögens und Einkommens Ungarns vom Generalpfandrecht verlangt wurde mit der Begründung, daß Ungarn zum Wiederaufbau seiner Wirtschaft eine Auslandsanleihe aufnehmen müsse. Damit war der erste Schritt zum finanziellen und wirtschaftlichen Wiederaufbau Ungarns getan.

Die Reparationskommission erklärte sich hierzu bereit, verlangte aber, daß ihr die Regierung ein Programm über die Anleihe und die Art der Verwendung des Anleiheerlöses vorlege. Die Reparationskommission wollte also einen Sanierungsplan unter Mitwirkung des Völkerbundes. Ungarn mußte als Schuldnerland gerettet werden, das sahen die Vertreter der Gläubigerländer bald ein. Sie waren also schon aus Gründen ihrer eigenen Interessen zur Hilfeleistung gezwungen. Außerdem verstärkten sie dadurch auch ihren Einfluß auf das Land und stellten selbst die Bedingung der ungestörten politischen Beziehungen zu den Nachbarstaaten auf.

Die ungarische Regierung, gestützt durch die englische, hatte die Ausarbeitung des Planes für die Stabilisierung der Krone und Konsolidierung der Staatsfinanzen dem Völkerbunde zu überlassen. Schon am 29. September 1923 legte das Finanzkomitee des Völkerbundes einen Sanierungsplan für Ungarn vor. Nach vielen Konferenzen, die in Budapest, London und Paris abgehalten wurden, legte die „Ungarische Unterkommission" des Völkerbundes nach der

Londoner Konferenz vom 16. Januar 1924 den Sanierungsplan der Reparationskommission in Paris als definitives Programm vor, die sich damit einverstanden erklärte, am 21. Februar 1924 die für den Anleihedienst nötigen verpfändeten Staatseinnahmen frei gab und danach auch eine Neuregelung der Reparationsannuitäten ausarbeitete.

Für eine Dauer von 20 Jahren wurden also das Generalpfandrecht für die Bruttoeinnahmen aus Zöllen, Tabakmonopol und Zuckersteuer sowie die Nettoeinnahmen aus dem Salzmonopol aufgehoben. Für den Fall, daß diese Einnahmen für den Anleihedienst nicht ausreichen sollten, erklärte man sich bereit, auch noch weitere Einnahmen freizugeben. Sollten innerhalb von 20 Jahren die Anleihen nicht restlos getilgt sein, so würde der ungetilgte Rest der Anleihe die Vorrechte (Priorität) auf die genannten Einnahmen bis zu seiner Tilgung beibehalten.

Gleichzeitig unterstützte die Reparationskommission die Erleichterung der Sanierung Ungarns durch die Neuregelung der Reparationsannuitäten. Für die Tilgungszeit der Anleihe (vom Januar 1924 bis zum 31. Dezember 1943) wurden die Reparationszahlungen wie folgt geregelt:

I. Vom 1. April 1924 bis zum 31. Dezember 1926 werden Reparationszahlungen und Naturallieferungen bis zum Betrage eines Wertes, der 880 t Kohlen pro Werktag entspricht, geleistet.

II. Vom 1. Januar 1927 bis zum 31. Dezember 1943 sind insgesamt 179 Millionen Goldkronen zu zahlen, und zwar in halbjährlichen Raten, die von 2,5 bis 7 Millionen Goldkronen ansteigen. Wenn die Annuitäten bis zum 31. Dezember 1939 den Wert von 156 Millionen Goldkronen nicht erreicht haben oder diese Summe überschreiten, so wird der Fehlbetrag bzw. der Überschuß auf die restlichen 4 Jahre zu gleichen Teilen umgelegt, und die Annuitäten müssen entsprechend erhöht oder vermindert werden.

Die Reparationszahlungen in Geld oder Naturallieferungen wurden für diese Zeit folgendermaßen geregelt:

Im Jahre	1927	5 000 000	Goldkronen in	2 Raten
„ „	1928	5 000 000	„ „	2 „
„ „	1929	6 000 000	„ „	2 „
„ „	1930	7 000 000	„ „	2 „
„ „	1931	8 000 000	„ „	2 „
„ „	1932	9 000 000	„ „	2 „
„ „	1933	10 000 000	„ „	2 „
„ „	1934	11 000 000	„ „	2 „
„ „	1935	12 000 000	„ „	2 „
„ „	1936	13 000 000	„ „	2 „
„ „	1937	13 000 000	„ „	2 „
„ „	1938	13 000 000	„ „	2 „
„ „	1939	13 000 000	„ „	2 „
„ „	1940	13 000 000	„ „	2 „
„ „	1941	13 000 000	„ „	2 „
„ „	1942	14 000 000	„ „	2 „
„ „	1943	14 000 000	„ „	2 „

Da für Reparationen kein Betrag festgesetzt wurde, so war für die Zeit nach 1943 eine neue Entscheidung für die zukünftigen Annuitäten vorgesehen.

Wenn wir als Grundlage das Budget des Jahres 1926/27 annehmen, dann betrug die Reparationsannuität in diesem Jahre 1,04% der gesamten Ausgaben und betragen:

für das Jahr	1927/28	1,25 %
„ „ „	1928/29	1,66 %
„ „ „	1929/30	1,37 %
„ „ „	1942/43	2,91 %

Da aber die Budgetausgaben von Jahr zu Jahr steigen, so wird dementsprechend der Prozentsatz der Reparationszahlungen sinken. Auf den Kopf der Bevölkerung berechnet betrug die Reparationslast im Jahre 1926 weniger als eine Goldkrone, 1943 wird sie auf etwas weniger als zwei Goldkronen ansteigen.

Der gesamte Staatsschuldendienst betrug im Jahre 1926 nur 14% aller Staatsausgaben und zusammen mit den Reparationsannuitäten (14 + 1,04) 15,04%.

3. DER SANIERUNGSPLAN

Der am 20. Dezember 1923 vom Finanzkomitee des Völkerbundes definitiv ausgearbeitete Sanierungsplan, der die zum wirtschaft-

lichen Wiederaufbau Ungarns nötigen Grundlagen zu schaffen hatte, wies folgende Grundlinien auf:

1. Die Notenbank sollte keinen Vorschuß mehr an den Staat gewähren, d. h. jede Inflation vermeiden zugunsten der Stabilisierung des Wechselkurses.
2. Eine Notenbank sollte gegründet werden, die die Stabilisierung der Krone durchzuführen und auch aufrechtzuerhalten hätte. Diese Notenbank sollte vom Staate unabhängig sein und ein exklusives Notenausgabe-Privilegium bekommen.
3. Bis zum 30. Juni 1926 sollte der Staatshaushalt schon ganz ins Gleichgewicht gebracht sein, und zwar so, daß die Ausgaben nur durch Steuereinnahmen gedeckt wären — ohne Inflation und ohne Anleihenaufnahme. —
4. Das Defizit im Budget sollte vom 1. Juli 1924 bis zum 30. Juni 1926 durch den Erlös der Völkerbunds-Rekonstruktionsanleihe gedeckt werden. Für den Dienst dieser Anleihe sollten einige Staatseinnahmen zur Sicherstellung als Pfänder bereitgehalten werden.
5. Der Völkerbund sollte einen Kommissar delegieren, der die Kontrolle über die Durchführung des Sanierungsplanes auszuüben hätte.
6. Die politischen Beziehungen zwischen Ungarn und seinen Nachbarstaaten sollten wiederhergestellt werden.
7. Ungarn hätte seine Schulden gegenüber dem Auslande zu regeln.
8. Die Volkswirtschaft Ungarns sollte reorganisiert und entwickelt werden.

Für die ungarische Völkerbundsanleihe wurde eine Garantie durch fremde staatliche Mächte nicht erfordert, wie das bei Österreich der Fall war, dafür mußte aber Ungarn eine weitgehende Kontrolle gestatten und Pfandsicherungen stellen.

Der mit der Kontrolle beauftragte Generalkommissar hatte weitreichende Macht; er konnte sich auch beabsichtigten Maßnahmen der Regierung widersetzen und ihre Durchführung verhindern oder andere Finanzmaßnahmen fordern. Er führte das Konto der Auslandsanleihe und verfügte darüber. Er konnte auch die Liquidierung an die Regierung versagen, im Falle, daß der Sanierungsplan nicht

eingehalten werden sollte. Auch die für die Anleihe verpfändeten Staatseinnahmen verwaltete er. Diese „gesperrten Einnahmen" waren: der Rohertrag der Zölle, die Zuckersteuer, das Tabakmonopol und der Reinertrag des Salzmonopols.

Als Kommissar für den Staatshaushalt wurde Jeremiah Smith und für die Notenbank Harry Siepman ernannt. Beide traten mit Beendigung der Sanierungsperiode am 30. Juni 1926 wieder zurück.

Um den Sanierungsplan durchzuführen, mußte vor allem erst die Anleihe emittiert werden, da der Anleiheerlös die Mittel zur Deckung des Budgetdefizits und zur Stützungsaktion bei der Stabilisierung der Krone bereitzustellen hatte. Der Plan sollte vom 24. Juni 1924 ab durchgeführt werden. Die beiden Protokolle der Reparationskommission und des Völkerbundes wurden am 14. März 1924 unterzeichnet (G.-A-IV. V. und VI. 1924), am 17. Juni 1924 von der Nationalversammlung angenommen und am 26. April 1924 im Landesgesetzblatte veröffentlicht.

4. DIE DURCHFÜHRUNG DER SANIERUNG

A. Die Nationalbank

Um eine Doppelbehandlung des Nationalbankproblems möglichst zu vermeiden — es wird später ein besonderes Kapitel darüber folgen—, sollen hier nur die für die Sanierungsperiode wichtigsten Tatsachen aufgeführt werden.

Nach dem vom Völkerbund entworfenen Sanierungsplane für Ungarn wie nach dem Gesetz V vom Jahre 1924 war die Eröffnung der Ungarischen Nationalbank spätestens für den 24. Juni 1924 festgesetzt.

Als Deckungsreserve hätte außer dem neu einzuzahlenden Grundkapital und der liquidierbaren Deckungsreserve des staatlichen Noteninstituts auch der Erlös der Völkerbundsanleihe dienen sollen.

Diese Anleihe konnte jedoch bis zum festgesetzten Termin nicht emittiert werden, da die Vereinigten Staaten die Emittierung der für sie festgesetzte Tranche verweigerte.

In diesem kritischen Augenblicke kam die Bank von England zu Hilfe, indem sie 4000000 Pfund Sterling als Vorschuß auf den

Erlös der Völkerbundsanleihe dem Ungarischen Staatlichen Noteninstitut zur Gründung der Nationalbank zur Verfügung stellte. Dank dieses Vorschusses der Bank von England konnte die Ungarische Nationalbank am 24. Juni 1924 ihre Tätigkeit aufnehmen. Die Emittierung der Anleihe erfolgte zuerst in Großbritanien am 2. Juli 1924, danach in den einzelnen Ländern:

am 2. Juli 1924	in Großbritannien	168 722 645	Goldkronen
am 3. Juli 1924	in USA.	37 012 645	„
am 10. Juli 1924	in Italien.	36 728 046	„
am 29. Juli 1924	in der Schweiz	26 196 364	„
am 4. Juli 1924	in Schweden	5 994 482	„
am 4. Juli 1924	in Holland	9 257 466	„
am 1. August 1924	in der Tschechoslowakei . .	12 144 840	„
am 1. August 1924	in Ungarn	11 597 250	„
	Gesamt-Nominalbetrag:	307 153 581	Goldkronen

Nominalzinsfuß: 7,5 %.
Ausgabekurs: 87,5 %, 88 %, 89 %, 92 %.
Übernahmekurs für die Banken: 84 % bzw. 85 %, 86 %, 88 %.

Der Erlös betrug		253 801 211	Goldkronen
Kursgewinn	+	13 083 000	„
		266 884 211	Goldkronen
Weitere Emissionskosten . .	—	524 583	„
Spezialreserve	—	15 618 753	„
Reinerlös:	+	250 740 875	Goldkronen

Die erste Aufgabe der Ungarischen Nationalbank war die Stabilisierung des Wechselkurses der ungarischen Krone und zwar auf der Basis des englischen Pfundes, wozu sie sich bei der Annahme des 4 Millionen Pfund Vorschusses der Bank von England verpflichtet hatte. Diese Verpflichtung brachte der ungarischen Krone den bedeutenden Vorteil, daß sie die Aufwärtsbewegung des englischen Pfundes zur Goldpari mitmachen konnte.

Die Ungarische Nationalbank entschloß sich bald, den Wechselkurs der Krone im Verhältnis zum Pfund Sterling auf 346000:1 zu fixieren. Diese Relation wurde im Laufe der Zeit bis zur Einführung der legalen Stabilisation der Krone am 21. November 1925 festgehalten. Die legale Stabilisation wurde mit einer neuen Geldeinheit, der „Pengő", durchgeführt.

Der Kurs der Krone gestaltete sich folgendermaßen:

1924	Dollarkurs in Budapest	Kronenkurs in London
31. Mai	91 000	385 000
30. Juni	82 500	350 000
31. Juli	78 500	344 000
31. August	76 680	345 000
30. September	75 830	345 000
31. Oktober	74 760	345 000
30. November	74 020	345 000
31. Dezember	72 550	345 000

Der Dollarkurs sank in Budapest infolge der Verknüpfung der Krone mit dem Pfunde.

Die kurzfristigen Gelder haben bei der Stützungsaktion des Wechselkurses eine ganz geringe Rolle gespielt. Die Hauptaufgabe fiel dem Erlös der Völkerbundsanleihe und dem Zustrom von langfristigen Geldern in Form von Anleihen der öffentlichen Körperschaften oder für direkte Placierungen und Beteiligungen zu.

Der Diskontsatz, der am 24. Juni 1924 10% betrug, stand im Vergleich mit den anderen Nationalbanken ziemlich hoch, und so konnte er eine gute Zinsmarge für kurzfristige Auslandsgelder gewähren.

Die Erhöhung des Diskontsatzes am 17. September 1924 von 10 auf 12½ % erfolgte nicht um des Zustromes von Auslandsgeldern willen, sondern um die allzu großen Kreditansprüche der Wirtschaft abzubremsen. Eine direkte Kreditrationierung wäre damals katastrophal gewesen, daher zog die Nationalbank einen höheren Diskontsatz einer direkten Kreditrestriktion vor.

Als die Ungarische Nationalbank die Stabilisierung des Wechselkurses der Krone für gesichert ansah, das Angebot kurzfristiger Auslandsgelder aber zu groß geworden war, setzte sie im Laufe des Jahres 1925 ihren Diskontsatz sukzessive auf 7% herab, um das Zinsfußchaos zu beseitigen. Sie wollte damit den Strom der kurzfristigen Auslandsgelder beschränken und gleichzeitig möglichst gesunde Kreditverhältnisse schaffen.

Der im Verhältnis zum englischen Pfunde auf 346000:1 fixierte Wert der Krone wurde durch das Gesetz XXXV vom Jahre 1925

festgelegt und am 21. November 1925 die legale Stabilisierung dementsprechend durchgeführt. Gleichzeitig schuf man eine neue Geldeinheit, den „Pengő". Das Wertverhältnis des Pengő zur Krone beträgt 1:12500 und aus 1 kg Feingold werden 3800 Pengő ausgeprägt.

Die Devisenzentrale wurde mit der Verordnung der legalen Stabilisierung am 21. November 1925 aufgehoben.

Die Deckungsreserve (Edelmetalle und deckungsfähige Devisen) ist vom 30. Juni 1924 bis zum 30. Juni 1926 von 100% auf ca. 300% gestiegen. Diese große Vermehrung ist dem steigenden Kronenwert, der gehamsterte Devisen zum Vorschein brachte und dem ins Land strömenden lang- und kurzfristigen Gelde zuzuschreiben. Die Entwicklung der Deckungsreserve zeigte eine Tendenz auf Anwachsen des Goldvorrates und Verminderung des Devisenvorrats. Die Verminderung der Deckungsreserve im Jahre 1926 war eine Folge der passiven Handelsbilanz.

Ungarns Außenhandel in den Jahren 1924—1926.
(in Millionen Pengő)

	Einfuhr	Ausfuhr	Passivsaldo
1924	815,3	667,0	148,3
1925	858,0	812,1	45,9
1926	952,0	869,7	82,3
			— 276,5

Der gesamte Passivsaldo betrug also 276,5 Millionen Pengő, eine Summe, die dem Erlös der Völkerbundsanleihe nahezu gleich kam. Es zeigt sich also deutlich, daß Ungarn seine Krone ohne eine Anleihe nicht hätte stabilisieren können.

Der effektive Notenumlauf hat sich von 30. Juni 1924 bis zum 30. Juni 1926 von 2843 Milliarden Papierkronen auf 4943 Milliarden Papierkronen vermehrt, der gesamte Banknotenumlauf stieg von 4029 Milliarden auf 7137 Milliarden Papierkronen.

In der Zeit des Sanierungsplanes (Juni 1924—Juni 1926) hatte das Deckungsverhältnis immer mehr als 50% gegenüber den vorgeschriebenen 20% betragen.

Die Deckungsreserve hat sich also im Verhältnis zu dem nahezu verdoppelten gesamten Notenumlauf mehr als verdoppelt. Wenn wir das Deckungsverhältnis und den Gesamtnotenumlauf am 1. Januar 1925 gleich 100 setzen, so sehen wir, daß während der Notenumlauf im Laufe des Jahres sich nur auf 110% erhöhte, die Deckungsreserve auf 136% stieg.

Im Sinne des Sanierungsplanes durfte das Schatzamt von der Nationalbank keinen Vorschuß mehr nehmen. Ein Budgetdefizit während der Sanierungsperiode sollte durch den Erlös der Völkerbundsanleihe beglichen werden. Danach sollte der Staatshaushalt durch ordentliche Einnahmen gedeckt werden.

Als die Nationalbank ihre Tätigkeit aufnahm, betrug die Schuld des Staates bei der Nationalbank 1980 Milliarden = 110 Millionen Goldkronen. Diese Schuld sollte mit 2½% verzinst und mit ½% getilgt werden.

Durch die ½%ige jährliche Amortisationsquote, durch Gewinnanteil des Staates an der Nationalbank und Verkauf von Staatsnotendruckerei-Aktien an die Bank wurde die Schuld des Staates bei der Bank bis Ende April 1926 um 53,3 Milliarden Papierkronen verringert, sie betrug nur mehr 1926,7 Milliarden Papierkronen.

B. Staatshaushalt

Auf die Herstellung des Gleichgewichtes im Staatshaushalt wie auf seine Sicherung für die Zukunft war der Sanierungsplan besonders abgestellt. Ein gesundes Budget ist die Vorbedingung einer stabilen Währung. Der Staat kann entweder selber Geldschöpfer sein oder seine Nationalbank zur Geldschöpfung veranlassen. Für die Volkswirtschaft ist es im Grunde einerlei, ob der Staat selber direkt die Inflation macht oder aber die Notenbank dazu zwingt, ihr Einlösungsprinzip und ähnliche Bestimmungen aufzugeben, um ihm die nötigen Mittel zu liefern. Jedenfalls muß der Staat die Geldschöpfung für seine Zwecke ganz aufgeben, wenn er eine stabile Währung wünscht. Er muß seine Ausgaben aus ordentlichen Einnahmen decken und, wenn es sein muß, auch aus Anleihen.

Wenn nun ein Staatsbankerott droht oder vorliegt und der Staat im Interesse der Stabilität seiner Währung (bzw. der Herstellung der Stabilität seiner Währung) sein Defizit nicht durch neue Geldschöpfung ausgleichen will, so kann er zu seiner Sanierung Anleihen aufnehmen. Damit ist aber das Problem noch nicht gelöst, denn eine Anleihe kann ja im Innern wie im Auslande aufgenommen werden. In einer so erschöpften Wirtschaft wie der Ungarns, konnte von einem Ausgleich aus eigenen Kräften keine Rede sein. Wenn aber weder die Staatseinnahmen erhöht noch die Staatsausgaben vermindert werden können, die Volkswirtschaft aber infolge der Inflation keine Anleihe begeben kann, so hilft nur mehr eine Auslandsanleihe.

Der Sanierungsplan gab dem ungarischen Staatshaushalt die Ausgleichsanleihe und stellte einen Plan für den Staatshaushalt auf.

Der Plan bestimmte, daß das Budgetdefizit vom 1. Juli 1924 bis zum 30. Juni 1926 aus dem Erlöse dieser Anleihe und sodann durch ordentliche Einnahmen gedeckt werden sollte.

Der Sanierungsplan bezeichnete die Budgets der Jahre 1924/25 und 1925/26 als Sanierungsbudgets. Das Budget für 1924/25 wurde in Goldkronen aufgestellt und heißt Goldbudget (G.A. IX. 1925) das Budget 1925/26 ist in Papierkronen aufgestellt worden und heißt Papierbudget (G.A. XV. 1926).

Das Sanierungsbudget ist im Gegensatz zu den sonst üblichen Bruttobudgets ein Nettobudget. Diese Nettoangaben entstanden dadurch, daß von den Bruttoangaben abgezogen wurden:

1. die aus anderen Quellen als der Besteuerung stammenden Einnahmen (Ressorteinnahmen);
2. die Eisenbahntransportgebühren;
3. die Betriebsausgaben des Tabakmonopols.

Im Jahre 1924/25 wurden 17000 Papierkronen als eine Goldkrone gleichgesetzt, im Jahre 1925/26 waren 14500 Papierkronen gleich einer Goldkrone.

Die Voranschläge wurden monatlich aufgestellt.

Die Staatskasse war gegen Ende der Sanierungsperiode schon beinahe ganz bei der Nationalbank zentralisiert.

Bruttovoranschlag in 1000 Goldkronen

	Staatsverwaltung		Staatliche Betriebe		Summe	
	1924/25	1925/26	1924/25	1925/26	1924/25	1925/26
Ausgaben . .	467 818	575 584	288 765	367 019	756 582	942 404
Einnahmen .	387 887	612 939	266 765	357 019	656 652	969 959
Fehlbetrag .	—79 921	—	—20 000	—10 000	—99 930	—
Überschuß .	—	+37 355	—	—	—	+27 555
	— 42 566		— 30 000		— 72 375	

Netto-Ergebnis

	1924/25	1925/26
Ausgaben . . .	423,48	516,18
Einnahmen . .	383,10	515,35
	— 40,38	— 0,83
	— 41,21	

In den beiden Jahren der Sanierungsperiode waren die Staatsausgaben wie auch die Staatseinnahmen im allgemeinen höher als sie der Goldbudgetvoranschlag und auch der Papiergeldbudgetvoranschlag des Sanierungsplanes vorgesehen hatten. Das erste Sanierungsjahr brachte einen Überschuß von ca 63 Millionen Goldkronen und der zweite von ca. 78 Millionen Goldkronen.

Ganz unvorhergesehen waren die Einnahmen des Staatshaushalts so ergiebig, daß die Völkerbundsanleihe dafür kaum in Anspruch genommen zu werden brauchte. Besonders die indirekten Steuern, Zölle und Gebühren brachten nahezu 100% mehr ein als vorgesehen war. Es ist wohl zu berücksichtigen, daß der Voranschlag die Einnahmen sehr vorsichtig festgesetzt hatte, da man mit der Auswirkung der neuen Sätze noch nicht vertraut war.

Von der Sanierungsanleihe hat der Staat nur im Jahre 1923/24 69,55 Millionen Goldkronen als Zuschuß in Anspruch genommen. Der Staatshaushalt wurde also ohne weitere Heranziehung der Anleihe ausgeglichen. Nun aber lagen infolgedessen die Anleihebeträge ungenützt in den Banken, bis der Völkerbundsrat der Regierung die Erlaubnis gab, 50 Millionen Goldkronen zu ausschließlich produktiven Zwecken zu verwenden. Das war in jener Zeit von großen Vorteil

für das Land, weil Ungarn damals kaum Investitionskredite für so lange Frist erlangt hätte. Als der Generalkommissar am 30. Juli 1926 zurücktrat, stand noch ein Anleiherest von 81,19 Millionen Goldkronen zur Verfügung, worüber das Verfügungsrecht der Holländer Ter Meulen übernahm.

Die Steuerbelastung war zweifellos sehr hoch: sie betrug etwa 15% des Gesamteinkommens, und dies ist für ein Agrarland ein unnormal hoher Steuersatz. Die Nettobelastung zuzüglich der Gemeindelasten betrug etwa 80 Goldkronen pro Kopf der Bevölkerung. Eine so hohe Steuerlast führte notwendig zum Kapitalverzehr. Da aber die Sanierung des Landes dadurch vorgenommen werden konnte, so war dieser Steuerdruck berechtigt. Ungarn hatte aber die Sanierungsanleihe zur Verfügung, und falls diese für die Zwecke des Staatshaushalts verwandt worden wäre, so hätte man den Steuerdruck mildern können. Es fragt sich also, ob die Finanzpolitik richtig gewesen ist. Die Anleihen lagen ungenützt da, während dafür hohe Zinsen gezahlt werden mußten; die Finanzpolitik bezweckte aber augenscheinlich, die Anleihen der Wirtschaft zu ersparen und sie erreichte dieses Ziel auch, da der Völkerbundsrat die Anleihen für Investitionszwecke freigab. Der Staatshaushalt erzielte auch in späteren Zeiten immer wieder erhebliche Überschüsse, und dennoch waren keine Steuerermäßigungen vorgenommen. Unter diesem Steuerdruck hat die ungarische Wirtschaft auch heute noch sehr zu leiden, wenn die Regierung auch langsam auf eine Milderung hinzustreben scheint. Es ist hier nicht der rechte Ort, die ungarische Finanzpolitik zu kritisieren. Es setzte dies außerdem eine Darstellung der gesamten ungarischen Politik voraus, von der aus die Finanzpolitik ja überhaupt erst bestimmt wird.

5. BEDEUTUNG DES SANIERUNGSPLANES

Oft wird behauptet, daß der Sanierungsplan im ungarischen Wirtschaftsleben eine Krise verursacht habe, die bis zu Ende des Jahres 1926 gedauert hätte. Das ist an und für sich falsch. Die Zeit vom Juni 1924 bis zum Juni 1926 war keine Krise, sondern eine Übergangszeit, in der sich die Wirtschaft an die neuen gesunden Geld-, Kredit- und Preisverhältnisse angepaßt hatte. Die Sanierung hat keine Krise, sondern die Gesundung der Wirtschaft herbeigeführt, sie hat

die Grundlage für den wirtschaftlichen Wiederaufbau geschaffen. Ungarn hat mit ihrer Hilfe die Deflation umgehen können, was nicht allen Ländern möglich war; Geld- und Kreditmenge wurden im Gegenteil sogar vergrößert, und der Zinssatz konnte nach und nach ermäßigt werden, bis Ende 1924 stiegen die Preise sogar. Die Differenz zwischen dem Preisniveau von 1924 (138) und 1926 (124) ist nicht bedeutend, denn die Stabilisierung erfolgte ja auf einem niedrigen Preisniveau. Die gute Leitung der Nationalbank hat das Land vor einer Krise bewahrt.

Wenn man von einer Krise in Ungarn spricht und damit die nicht gerade glänzenden Verhältnisse in Ungarn meint, so sollte man dafür nicht den Sanierungsplan verantwortlich machen, sondern den Vertrag von Trianon, der das Gebiet Ungarns so verstümmelt hat, daß es vor allem seine Produktion vollkommen umgestalten mußte. Es war die rohe Hand eines Metzgers und nicht die Hand eines klugen lebenerhaltenden Chirurgen, die den ungarischen Körper beschnitt. Dann ist Ungarn auch ein Agrarland, die landwirtschaftlichen Produktenpreise stehen aber bedeutend hinter denen der Industrie zurück. Dazu leidet Ungarn noch an Kapitalarmut und die schweren Steuern hemmen die weitere Kapitalbildung.

Dennoch sollte man die ungarische Sanierung nicht eine „Völkerbundssanierung" nennen, denn damit überschätzt man die Tätigkeit des Völkerbundes. Was der Völkerbund tatsächlich geleistet hat, das ist die Schaffung der Grundlage (durch finanzielle Sanierung) für den wirtschaftlichen Wiederaufbau des Landes. Dieser selbst aber blieb dem Lande selber überlassen. Von einer Beendigung der Sanierung sollte man ja noch nicht sprechen, denn die Sanierung dauert noch und wird noch lange dauern müssen.

Wir dürfen aber auch nicht undankbar sein, besonders aber nicht glauben, daß der ganze Sanierungsplan nichts geholfen hat und daß die Anleihe überflüssig war. Die Anleihe und selbst ihre Kontrolle durch den Kommissar stärkte das Vertrauen des Auslandes und ermöglichte den Kapitalzustrom. Auch die Reparationsannuitäten wurden durch ihre Aufnahme neu geregelt und erleichtert. Der ganze Plan war für sich schon auch eine Leistung, die man nicht verkennen oder verkleinern sollte.

Zweiter Teil

Die Ungarische Nationalbank

1. GESETZ- UND STATUTBESTIMMUNGEN

Die Errichtung der Ungarischen Nationalbank wurde durch Gesetzartikel V vom Jahre 1924 „betreffend die Errichtung und das Privileg der ungarischen Nationalbank" beschlossen. Artikel I dieses Gesetzes bestimmt, daß das ausschließliche Recht zur Ausgabe von Banknoten vom Beginn der Tätigkeit der Bank an bis einschließlich dem 31. Dezember 1943 vom Staate der Bank übertragen wird. Artikel II desselben Gesetzes bestimmt, daß, gleichzeitig mit dem Beginn der Geschäftstätigkeit der Bank, das Wirken des auf Grund des Gesetzartikels XIV vom Jahre 1921 errichteten Kön. Ung. Staatlichen Noteninstitutes, sowie der zur Regelung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland errichteten Zentralstelle (Devisenzentrale) aufhören soll (Art. VI).

STATUTEN

Allgemeine Bestimmungen

Die Statuten der Ungarischen Nationalbank decken sich fast vollkommen mit denen der österreichischen Nationalbank[1]. Unterschiede finden sich unter den Bestimmungen hinsichtlich der landwirtschaftlichen Kredite, ferner der Zusammensetzung des Generalrats und der Rechte des Beraters. Laut Artikel I ist die Ungarische Nationalbank eine Aktiengesellschaft, die die Aufgabe hat, „im Rahmen ihrer Statuten den Geldumlauf in Ungarn zu regeln, die Zahlungsausgleichungen zu erleichtern und für die Nutzbarmachung verfügbaren Kapitals zu sorgen: vor allem jedoch die Aufnahme der Barzahlungen durch Ansammlung von Gold und auf wertbeständige Währung lau-

[1] Vgl. Dierschke und Müller, Die Notenbanken der Welt. Bd. 1. Berlin 1926.

tenden Guthaben (Devisen) vorzubereiten und nach gesetzlicher Aufnahme der Barzahlungen die Aufrechterhaltung derselben zu sichern." Ferner hat sie „mit allen ihr zu Gebote stehenden Mitteln dafür zu sorgen, daß bis zur gesetzlichen Regelung der Einlösung des Papiergeldes in Metall der Wert ihrer Noten, wie er im Kurs der auf Goldwährungsländer oder auf Länder mit wertbeständiger Währung lautenden Devisen zum Ausdruck kommt, beständig bleibe". (Abweichung der Statuten der Österreichischen Nationalbank: „... mindestens keine Verschlechterung erfahre".)

Kapitalbeschaffung und Verwaltung

Das Aktienkapital der Bank beträgt 30 Millionen Kronen Gold und ist in 300 Tausend Stück einzeln auf nominale 100 Kronen Gold lautende Aktien zerlegt. Vom gesamten reinen Jahreserträgnis der Bank sind nach Abzug aller Ausgaben zunächst 5% in einem zur Sicherstellung der Pensionsansprüche der Angestellten zu schaffenden Pensionsfonds zu hinterlegen. Weitere 10% fließen einem Reservefond zu, die sich auf 5% vermindern, sobald der Reservefond die Höhe von 20% des eingezahlten Aktienkapitals erreicht hat. Sodann erhalten die Aktionäre 8%. Von dem weiter verbleibenden Teil des Reingewinnes ist, solange die Gesamtgewinne der Aktionäre 10% nicht übersteigen, ein Drittel der für die Aktionäre entfallenden Dividende zuzurechnen, wogegen die anderen zwei Drittel der Staatsverwaltung zufließen. Vom Reste des Reingewinns ist ein Viertel der für die Aktionäre entfallenden Dividende zuzurechnen, und die restlichen drei Viertel fallen dem Staate zu. Der gesamte Gewinnanteil des Staates dient zur Rückzahlung der Darlehnsschuld an die Bank (Art. 99). Die Organe der Bank sind die Generalversammlung, der Generalrat und die Geschäftsleitung. Die Generalversammlung ist die Vertretung der Aktionäre, zur Teilnahme sind alle Aktienbesitzer berechtigt, die sich im Besitz der bürgerlichen Ehrenrechte befinden, über deren Vermögen ein Konkursverfahren usw. nicht schwebt und die außerdem durch Hinterlegung bei der Bank den Besitz von 25 Aktien nachweisen. An der Spitze der Bank steht der Generalrat, der die Bank gerichtlich und außergerichtlich vertritt. Er leitet und überwacht den Geschäftsbetrieb der Bank, bestimmt die Höhe der jedem

einzelnen Geschäftszweig zuzuwendenden Geldmittel, den Zinsfuß im Diskont- und Darlehnsgeschäft und setzt die Geschäftsbedingungen fest. Er ernennt ferner die Mitglieder der Geschäftsleitung, sowie die leitenden Beamten der Bankabteilungen. Der Generalrat besteht aus dem Präsidenten und dreizehn Mitgliedern. Ersterer wird auf Vorschlag des Finanzministers vom Staatsoberhaupt ernannt. Seine Amtsdauer läuft mit dem Tage der Abhaltung der auf seine Ernennung folgenden fünften regelmäßigen Jahressitzung der Generalversammlung ab. Die Mitglieder des Generalrats wählt die Generalversammlung. Eine Bestimmung, daß unter den Gewählten sich je ein Vertreter der verschiedenen Berufsgruppen befinden muß (wie im österreichischen Bankgesetz), besteht zwar nicht, wird aber praktisch befolgt. Auch enthält das ungarische Bankgesetz nicht die Bestimmung des Österreichischen, wonach je ein Vertreter der Betriebsräte der Beamten, Skontisten und Arbeiter der Bank an den Abstimmungen des Generalrats in Personalangelegenheiten teilnehmen kann und diese Maßnahme wurde auch in der Praxis nicht verwirklicht. Die Zahl der ausländischen Mitglieder des Generalrats darf höchstens vier betragen. Das Amt eines Mitgliedes dauert fünf Jahre. Die Einberufung des Generalrats erfolgt durch den Präsidenten, und zwar in der Regel einmal monatlich. Wenn in Angelegenheiten, die satzungsgemäß der Generalrat zu erledigen hat, eine Verfügung besonders dringlich ist, so kann diese vom Exekutivkomitee, bestehend aus dem Präsidenten, den beiden Vizepräsidenten, dem Generaldirektor und drei aus der Mitte des Generalrats gewählten Generalräten getroffen werden. Die Beschlüsse müssen dem Generalrate in seiner nächsten Sitzung zur Kenntnis gebracht werden. Die Geschäftsleitung besteht aus dem Generaldirektor und mindestens drei, höchstens fünf Direktoren. Ein auf Vorschlag des Finanzministers durch das Staatsoberhaupt ernannter Regierungskommissar hat darüber zu wachen, daß die Bank den Gesetzen und Statuten gemäß vorgehe. Er nimmt an den Sitzungen der Generalversammlung, des Generalrats und des Exekutivkomitees mit beratender Stimme teil und besitzt ein Einspruchsrecht, das aufschiebende Wirkung hat und zur Anrufung eines Schiedsgerichtes führen kann. Zur Prüfung der zum Diskont angebotenen Wechsel werden vom Generalrat Zensoren ernannt, und zwar in der

Regel Kaufleute und andere, mit den kommerziellen Verhältnissen vertraute Personen.

Das Staatsoberhaupt ernennt auf Vorschlag der Regierung, der auf Grund einer Nominierung durch den Generalkommissar des Völkerbundes erstattet wird, bei der Ungarischen Nationalbank einen Berater. Der Berater ist berechtigt, von seiten des Präsidenten, der Direktoren und Angestellten alle gewünschten Auskünfte über die Angelegenheiten der Bank zu verlangen. Er kann mit beratender Stimme allen Sitzungen der Bankorgane beiwohnen und hat ein Einspruchsrecht, das aufschiebende Wirkung besitzt und zur Anrufung einer Entscheidung des Generalkommissars des Völkerbundes führt.

Das Verhältnis der Bank zu der Staatsverwaltung

Nach Artikel 50 dürfen der Staat, die Munizipien, die Städte und die Gemeinden die Mittel der Bank in keiner Weise, also weder mittelbar noch unmittelbar, für ihre Zwecke in Anspruch nehmen, ohne daß sie gleichzeitig den Gegenwert der bezogenen Banknoten in Gold oder Devisen leisten. Der Staat verpflichtet sich, für die Dauer des Privilegs der Bank, staatliches Papiergeld nicht auszugeben und auch sonst keine Maßnahmen zu treffen, die geeignet sind, die Bank an der Erfüllung der ihr obliegenden Verpflichtungen zu hindern. Nach Artikel 51 ist die Bank verpflichtet, für Rechnung der Staatsverwaltung nach zu vereinbarenden Bestimmungen Gelder zu übernehmen und bis zur Höhe des betreffenden Guthabens Zahlungen zu leisten. Die Staatsverwaltung wird nach dem hierüber noch zu treffenden Vereinbarungen ihren Geldverkehr bei der Bank konzentrieren, sowie auch die Ausführung der für Rechnung des Staates zu erfolgenden Gold- und Devisenoperationen der Bank übertragen. Außer diesen Geschäften kann die Bank andere statutenmäßige Geschäfte mit der Staatsverwaltung nur dann eingehen, wenn hiermit eine Darlehns- oder Kreditgewährung durch die Bank nicht verbunden ist. Im Sinne des Artikels 52 übernimmt die Bank den gesamten Notenumlauf, zuzüglich der Giroverbindlichkeiten, sowie sämtliche Aktiven des Kön. Ung. staatl. Noteninstitutes. Die Aktiven des Kön. Ung. staatl. Noteninstitutes, und zwar:

a) die auf Grund besonderer gesetzlicher Ermächtigungen dem Staat erteilten Vorschüsse;
b) der Betrag, der durch das Kön. Ung. staatl. Noteninstitut aus der Liquidationsmasse der Österreichisch-ungarischen Bank rückgelösten staatlichen Kassenscheine;
c) der Betrag jener Noten der Österreichisch-ungarischen Bank und der Köng. Ung. Postsparkasse, welche das Kön. Ung. Noteninstitut eingelöst hat,

gehen auf die Bank über und werden in eine Darlehnsschuld des Staates an die Bank umgewandelt, über deren ganzen Betrag der Staat der Bank einen Schuldschein aushändigt.

Notenausgabe — Barschatz — Notensteuer

Das Privilegium der Ungarischen Nationalbank währt bis zum 31. Dezember 1943. Sie hat während dieser Zeit das ausschließliche Recht der Notenausgabe. Ihre Noten sind bei allen in der in Ungarn geltenden gesetzlichen Währung zu leistenden Zahlungen, die nicht infolge einer Rechtsform oder eines Rechtsgeschäftes in klingender Münze zu leisten sind, von jedermann so wie von allen öffentlichen Kassen nach ihrem vollen Nennwert anzunehmen. Diese allgemeine Annahmepflicht erlischt erst nach Aufnahme der Barzahlungen.

Bis zur Aufnahme der Barzahlungen, also während der Übergangszeit, soll der gesamte Banknotenumlauf, zuzüglich der sofort fälligen Verbindlichkeiten, jedoch abzüglich der Darlehensschuld des Staates, während der ersten fünf Jahre zu 20%, während der folgenden fünf Jahre zu 24%, während der weiteren Jahre zu 28% und während der Restzeit zu 33⅓% durch den Barschatz gedeckt sein (Art. 85).

In den Barschatz ist außer dem Bestand an Edelmetallen auch der an Valuten und Devisen einzurechnen. Hierbei sind zu den Valuten diejenigen ausländischen Noten zu zählen, die keinen außerordentlichen Kursschwankungen unterliegen. Das gleiche gilt für Devisen, die im übrigen diskontfähig sind und außerdem an den Hauptbankplätzen Europas und Amerikas zahlbar sein müssen und bei denen ein Bankinstitut von unzweifelhafter Zahlungsfähigkeit mitverpflichtet ist. Bis zur Aufnahme der Barzahlungen sind 25 Mil-

lionen Kronen Gold in Guthaben oder Depots an den Hauptplätzen Europas oder Amerikas zu halten.

Der gesamte Banknotenumlauf, zuzüglich der sofort fälligen Verbindlichkeiten und abzüglich der Schuld des Staates muß demnach:

a) durch den Metallschatz in der vorgeschriebenen Mindestdeckung und mit dem Rest bankmäßig gedeckt sein. Hierzu dienen:
b) statutenmäßig eskomptierte Wechsel (Warrants),
c) Devisen oder Valuten, die gemäß Art. 85 nicht in den Barschatz einreihbar sind,
d) im Inland zahlbare, auf ausländische Währung lautende Wechsel,
e) während der fünfjährigen Übergangszeit, längstens jedoch bis zur Aufnahme der Barzahlungen auch statutenmäßig erteilte Darlehen gegen Handpfand.

Überschreitet der Betrag der umlaufenden Noten, zuzüglich der täglich fälligen Verbindlichkeiten, jedoch vermindert um die Darlehensschuld des Staates, die aus dem Deckungsverhältnis sich ergebende Höchstgrenze des Notenumlaufs, so ist vom Mehrertrag eine Notensteuer an den Staat zu entrichten. Als Steuersatz gilt der jeweilige Eskomptsatz, vermehrt um a) 1%, wenn das Deckungsverhältnis weniger als 20% (resp. 24 oder 28 oder 33⅓%), jedoch mehr als 18% (resp. 22 oder 25½ oder 30%) beträgt, b) weitere 1½% für je weitere angefangene 2%, um die das Deckungsverhältnis unter 18% (resp. 22 oder 25½ oder 30%) gesunken ist.

Der Steuersatz muß mindestens 5% betragen. Zum Zwecke der Feststellung der Steuer hat die Verwaltung der Bank am 7., 15., 23. und letzten des Monats die entsprechende Summe zu errechnen und dem Konto der Darlehensschuld des Staates gutzubringen.

Die Aufnahme der Barzahlungen soll nach Art. 83 der Statuten auf Grund von Vereinbarungen zwischen Generalrat und Regierung durch Gesetze erfolgen, nicht aber bevor die Schuld des Staates an die Bank auf 30 Millionen Kronen gesunken ist.

Geschäfte der Bank

Die Ungarische Nationalbank ist berechtigt:

1. Wechsel, Wertpapiere und Zinsscheine sowie von öffentlichen Häusern ausgestellte Lagerpfandscheine zu eskomptieren und weiter

zu begeben. Die Wechsel müssen auf die in Ungarn gesetzlich bestehende Währung lauten und längstens während drei Monaten im Inlande zahlbar und in der Regel mit der Unterschrift von drei, jedenfalls aber von zwei als zahlungsfähig bekannten Verpflichteten versehen sein. Sofern es mit der Liquidität der Bank vereinbar ist, kann die Bank für landwirtschaftliche Zwecke auch Wechsel mit einer Laufzeit von sechs Monaten diskontieren, wenn mindestens einer der Wechselverpflichteten Landwirt ist. Auch kommerzielle Wechsel der Unternehmungen des Staates, der Städte und der Gemeinden können diskontiert werden, sofern diese Unternehmungen als Kaufleute in das Handelsregister eingetragen sind, oder sonst abgesondert von der öffentlichen Verwaltung als selbständige Unternehmungen geführt werden.

Die Prüfung der eingereichten Wechsel erfolgt durch die Zensurkomitees.

Zur Diskontierung von Wertpapieren ist die Bank bei denjenigen berechtigt, die zur Beleihung zugelassen sind, desgleichen werden die Zinsscheine dieser Wertpapiere, insofern sie längstens innerhalb drei Monaten zahlbar sind, gleichfalls angekauft. Die von öffentlichen Lagerhäusern ausgestellten Bankscheine müssen auf die in Ungarn gesetzlich geltende Landeswährung lauten, mit der Unterschrift von zwei als zahlungsfähig bekannten Verpflichteten versehen und längstens binnen drei Monaten im Inland zahlbar sein.

2. Darlehen gegen Handpfand zu erteilen für längstens drei Monate:

a) gegen Gold und Silber, gemünzt und ungemünzt,

b) gegen an der Budapester Börse amtlich notierte Wertpapiere, ausgenommen Aktien jeder Art,

c) gegen im Inlande oder Auslande zahlbare, auf in- oder ausländische Währung lautende Wechsel, die den Vorschriften für die Eskomptierung entsprechen und eine Laufzeit von höchstens sechs Monaten aufweisen,

d) gegen Devisen und Valuten.

3. Das Depositen-, Einlagen- und Girogeschäft zu betreiben.

4. Das Anweisungsgeschäft zu betreiben.

5. Kommissionsgeschäfte auszuführen.

6. Gold und Silber, gemünzt und ungemünzt zu verkaufen.

7. Wechsel und Schecks auf auswärtige Plätze, sowie ausländische Geldnoten usw. zu kaufen und zu verkaufen.

2. DIE ENTWICKLUNG DER UNGARISCHEN NATIONALBANK 1924 – 1928

Die Errichtung der Ungarischen Nationalbank war eine der hervorragendsten Vorbedingungen der finanziellen Sanierung Ungarns im Sinne der Völkerbundprotokolle vom Jahre 1924. Ihre Aufgabe bestand darin, die Inflation zum Stillstand zu bringen, der weiteren Entwertung der ungarischen Valuta Einhalt zu gebieten, die Kaufkraft der Krone zu stabilisieren und sodann mit den regelmäßigen Mitteln der Bankpolitik den Geldumlauf Ungarns zu regulieren. Zu diesem Zwecke sollte sie die Aufnahme der Barzahlungen durch Ansammlung von Gold und Devisen vorbereiten und auch bis zur Durchführbarkeit der Einlösung des Papiergeldes in Metall im Wege der Manipulierung des Devisenmarktes für die Stabilität der Währung sorgen.

Gleich bei der Konstituierung der Bank ergab sich eine Schwierigkeit. Zur Herrschaft über den Devisenmarkt wären viel mächtigere finanzielle Mittel notwendig gewesen, als der Bank aus der Goldreserve des Staatlichen Noteninstituts, der ausländischen Zahlungsmittel der Devisenzentrale und aus dem Aktienkapital zur Verfügung stand. Man hat auf die Erträge der Völkerbundanleihe gerechnet, doch haben sich infolge der reservierten Haltung des amerikanischen Kapitalmarktes bei der Placierung der Anleihe Schwierigkeiten ergeben, wodurch die Durchführung des gesamten Sanierungsplanes eine Verzögerung erlitten hätte[2]. Da erklärte sich die Bank of England in der zweiten Hälfte des Juni für geneigt, einen Vorschuß von 4 Millionen Pfund Sterling auf die Völkerbundanleihe an die Ungarische Nationalbank zu gewähren. Mit Hilfe dieses Vorschusses konnte dann die Bank ihre Tätigkeit aufnehmen, die tatsächliche Stabili-

[2] Vgl. Alexander Popovics, Die Kooperation der Notenbanken, ferner Vágó, Die Volkswirtschaft Ungarns im Jahre 1925.

sierung der Krone auf der Basis des Pfund Sterling, und zwar in der Relation von 346000 Kronen für ein Pfund Sterling durchführen. Durch diesen Akt wurde die internationale Bewegung der Krone an die des Pfund Sterling gebunden, ein Umstand, der aus dem Grunde besondere Beachtung verdient, weil zu jenem Zeitpunkte die Rückkehr Englands zur Goldwährung noch nicht vollzogen war.

Sämtliche Posten des Status der Nationalbank weisen in dem ersten Halbjahre ihrer Tätigkeit eine außerordentliche Zunahme auf. Der Barvorrat der Bank betrug am 30. Juni 1924 938 Milliarden Kronen, der sich im Laufe des Jahres auf 2479,5 Milliarden Kronen gehoben hatte. Auch der Notenumlauf wies eine rasche Steigerung auf. Der Notenumlauf (und die täglich fälligen Einnahmen) betrugen am 30. Juni 1924 2893,7 (bzw. 1135,7) Milliarden Kronen gegenüber 4514 (bzw. 2069,5) Milliarden Kronen zu Ende des Jahres. Dementsprechend hob sich die Deckung des Notenumlaufs und der täglich fälligen Einnahmen durch den Barschatz im Sinne des Art. 85 der Statuten von 45,7 auf 53,8% in der entsprechenden Periode. Die Steigerung des Notenumlaufs war in erster Linie der außerordentlichen Zunahme des Wechselbestandes zuzuschreiben, der sich in dem zweiten Halbjahr des Jahres 1924 fast verdoppelt hatte, indem er von 1192,5 auf 1976,9 Milliarden Kronen stieg. Die Erhöhung des Wechselbestandes kann keineswegs allein der normalen saisonmäßigen Zunahme zugeschrieben werden, die bei der Abwicklung der Getreideverwertungskampagne stets einzutreten pflegte. Als die Bank ihre Tätigkeit aufnahm, wirkten noch die Kreditverhältnisse der Inflationszeit nach. Ein Kapitalmangel, der durch das vollständige Aufhören der Spartätigkeit, durch das Fehlen der auswärtigen Kredite verursacht war und der durch den Kapitalbedarf der Gründungstätigkeit der Inflationskonjunktur noch gesteigert wurde, führte zu einer außerordentlichen Zunahme der Kredite des Staatlichen Noteninstituts, und es hatte die Ungarische Nationalbank auf diesem Gebiete Übergangsmaßnahmen zu treffen, die die Kreditinflation ebenso abzubauen geneigt gewesen wären, wie die Inflation der Notenpresse. Diese Aufgabe wurde aber noch dadurch erschwert, daß die Ernte des Jahres 1924 keine gute gewesen ist, ferner daß das Sanierungsprogramm mit der namhaften Erhöhung der Steuer-

lasten verbunden war und die Preise bis zum Ende des Jahres eine steigende Tendenz aufwiesen. Die Bank fand eine Lage vor, in der die Zahl der ihr präsentierten Wechsel siebenmal höher war als zu Vorkriegszeiten, eine Lage, welche natürlich dringende Gegenmaßnahmen erforderlich machte. Mehr zur Warnung als in der Hoffnung, dadurch eine direkte Einschränkung des Kreditbedarfs erzielen zu können, hat die Bank am 17. September die offizielle Bankrate von 10 auf 12½% erhöht, und als dieses Warnungssignal keine besondere Rückwirkung auf die Kreditnachfrage zeitigte, begann die Bank im Dezember energische Kreditrestriktion vorzunehmen. Diese Maßnahme wurde denn auch von Erfolg begleitet, denn schon in den nächsten Wochen ist der Rückschlag eingetreten, und der Wechselbestand ging in dem nächsten Halbjahr bis Juni 1925 stetig, wenn auch langsam zurück.

Bei der Aufnahme der Tätigkeit der Bank hat sie die Schuld des Staates an das Staatliche Noteninstitut übernommen, die zuletzt 1840 Milliarden Kronen betragen hatte. Im Status vom 30. Juni 1924 figuriert die Schuld des Staates mit einem Betrag von 1980 Milliarden Kronen, ein Unterschied, der sich daraus ergibt, daß die Nationalbank verschiedene Außenstände des Noteninstituts, so z. B. die dem Noteninstitut gegenüber bestehende Schuld der Devisenzentrale, nicht übernommen hat. Die Schuld des Staates gegenüber der Nationalbank blieb bis Ende des Jahres so ziemlich auf der gleichen Höhe. Zwischen der ungarischen Regierung und der Bank ist ein Abkommen zustande gekommen, wonach der Staat sich verpflichtet, diese Schuld durch 3%ige jährliche Annuitäten zu tilgen, von denen 2,5% auf die Verzinsung und 0,5% auf die Tilgung entfallen. Auf Grund des Art. 4 des Gesetzes vom Jahre 1924 wurde der Bank eine Obligation des Finanzministers über diese Schuld ausgehändigt.

Das Jahr 1925 brachte dann die vollkommene Stabilisierung der ungarischen Valuta und die endgültige Konsolidierung des Wirtschaftslebens. Da die ungarische Krone auf Grund einer festen Relation zum englischen Pfund stabilisiert wurde, mußte sie die Aufwärtsbewegung des Pfundes auf dem internationalen Valutamarkt mitmachen. Diese Aufwärtsbewegung kam Ende April 1925 zum

Stillstand, als das Pfund die Goldparität erreichte. Nach der Rückkehr Englands zur Goldwährung wurde es nun auch möglich, der tatsächlichen Stabilisierung der Krone die gesetzliche folgen zu lassen und eine neue ungarische Währungseinheit zu schaffen. Nach einer langen öffentlichen Diskussion wurde durch G. A. XXXV. vom Jahre 1925 die neue gesetzliche Valuta Ungarns geschaffen, mit dem „Pengő" als Geldeinheit. Das Verhältnis des Pengő zur Krone gelangt in Verhältniszahl 1 : 12500, das Verhältnis zum Golde darin zum Ausdruck, daß aus 1 kg Feingold 3800 Pengő zur Ausprägung gelangt. Durch das Gesetz vom 21. November hat die starre Bindung der ungarischen Valuta an den Pfundkurs aufgehört, und seitdem bewegt sich unser Währungskurs frei zwischen den beiden Goldpunkten.

Die Kreditkrise, die im Jahre 1924 ihren Höhepunkt erreichte, konnte in folgenden Jahren wesentlich gemildert werden. Der Stand des Wechselportefeuilles, der Ende 1924 1976 Milliarden Kronen betragen hatte, nahm bis Mitte des folgenden Jahres ständig ab, so daß er Mitte Juni nur mehr 1326 Milliarden Kronen aufwies. In diesem Jahre wurde zum ersten Male eine gewisse Stockung in der Ernteverwertung spürbar und dies wirkte auch auf die regelmäßige Herbstzunahme des Wechselportefeuilles zurück. Ende September erreichte diese Zunahme bei einem Stande von 1734 Milliarden Kronen ihren Kulminationspunkt, im Oktober trat bereits eine starke Verringerung ein, und seitdem bewegt sich das Wechselportefeuille bis zum Ende des Jahres zwischen 1500 und 1700 Milliarden Kronen. Diese Entwicklung, im Verein mit dem günstigen Gang der allgemeinen Sanierung, die bedeutende Budgetüberschüsse ergab, ermöglichte der Nationalbank, den Diskontsatz von 12½ im März auf 11%, Ende Mai aber auf 9% herabzusetzen. Im Laufe des Oktober kam es zu einer weiteren Diskontermäßigung auf 7%, die teils durch die geringe Inanspruchnahme der Bank von dem Wechselbedarf der Ernteverwertung, teils aber auf die starke und stets im Wachsen begriffene kurzfristige Auslandsverschuldung zurückzuführen war. Alle diese Maßnahmen trugen dazu bei, daß die Leihsätze für kommerzielle Kredite, die sich in den Sommer- und Herbstmonaten 1924 noch immer in der Höhe von anfangs 26—30%, später 22—25%

verblieben, im Frühjahr 1925 bereits für erstklassige Mühlen- und Handelswechsel auf 14 und 16½%, für gutes kommerzielles Wechselmaterial in der Hauptstadt auf 17 - 19% zurückgegangen sind. Die Investitionsbeträge des Staates, sowie der Beginn der inländischen Kapitalbildung, die in der Verdoppelung der Spar- und Kontokorrenteinlagen im Laufe des Jahres zum Ausdruck kam, trugen ebenfalls zur Erleichterung der Kreditverhältnisse bei.

Während sich in dem Wechselbestand eine derart günstige Entwicklung geltend machte, nahm der Barvorrat gleichzeitig mit dem unveränderten Bestand des Notenumlaufs und der täglich fälligen Einlagen weiter zu, so daß das Deckungsverhältnis im Laufe des Jahres 1925 weiter verbessert werden konnte. Der Barvorrat, der Ende 1924 2479,5 Milliarden Kronen betrug, erhöhte sich Ende Juni 1925 auf 2737,2 Milliarden Kronen und Ende Dezember 1925 auf 3340,5 Milliarden Kronen (gleich 267242 Tausend Pengő), während der Notenumlauf sich in der gleichen Periode von 4514 auf 5193,9 Milliarden Kronen bzw. 415515 Tausend Pengő, die täglich fälligen Einlagen aber von 2069,5 auf 2676,8 Milliarden Kronen bzw. auf 214148 Tausend Pengő gesteigert haben. Das Deckungsverhältnis erhöhte sich infolgedessen von 53,88 auf 56,46% im Dezember 1925. Die Schuld des Staates blieb fast unverändert.

Die während des Jahres 1925 eingetretene Besserung der Gold- und Kreditverhältnisse wurde zu Beginn des Jahres 1926 vorübergehend durch eine Vertrauenskrise unterbrochen, die von der Frankfälschungskrise und dem Zusammenbruch des Viktoria-Mühlen-Konzerns ausgegangen ist. Die Versorgung des Landes mit auswärtigem Kapital stockte, im Inlande zogen die Zinssätze an, die Zahlungsschwierigkeiten vermehrten sich, und es bedurfte des Eingreifens des Staates, um die Ausartung der Spannung zu einer Panik zu verhindern. Dies ist auch geschehen, die kreditpolitischen Folgen des Viktoria-Zusammenbruchs konnten rasch lokalisiert werden, so daß bereits vom Sommer an die geld- und kreditpolitische Lage der Wirtschaft eine entschiedene weitere Verbesserung und Konsolidierung aufweist. Die Kapitalbildung im Inlande schreitet fort, es kommen weitere bedeutende fremde Kapitalien ins Land, und sowohl die in-

ländischen Zinssätze, wie die Placierungsbedingungen ausländischer Anleihen weisen eine weitere Verbilligung auf. Das ausländische Kapital strömt in einem Maße ins Land, daß die Nationalbank es bereits für notwendig erachtet, regulierend und selektierend einzugreifen, zu welchem Zwecke der Ministerrat im September einen Beschluß faßt, wonach öffentliche Körperschaften ausländische Darlehen nur mit Genehmigung des Finanzministers, im Einvernehmen mit dem Präsidenten der Ungarischen Nationalbank aufnehmen dürfen. Die Leitung der Ungarischen Nationalbank stellt dabei die Maxime auf, daß die Steigerung des nationalen Wohlstandes, die mit Hilfe ausländischen Kapitals erzielt wird, größer sein muß als die Last, welche aus der Verschuldung für das Land erwächst.

Mitte des Jahres hat der erste Teil des zur wirtschaftlichen Rekonstruktion Ungarns ausgearbeiteten Planes seinen Abschluß gefunden, und die finanzielle Kontrolle des Landes wurde aufgehoben. Gleichzeitig damit ist auch im Sinne des Art. 127 der Statuten die Betrauung des Beraters bei der Ungarischen Nationalbank, Harry Arthur Siepmann, abgelaufen.

Die Vertrauenskrise des Jahresbeginns, wie die Erholung der zweiten Hälfte spiegelten sich treu in der Entwicklung des Status der Bank wieder. Der Metallschatz und der Devisenvorrat der Bank, der Ende 1925 267,2 Millionen Pengő betrug, hat sich infolge der Zurückziehung der ausländischen Kredite bis zu 230—240 Millionen Pengő verringert. Auf diesem Niveau blieb dann der Barschatz von Mitte April an während vier Monaten stabil und begann im Monate September zu steigen, erreichte dann, nach einem neuen Aufschwung im Oktober, den Höchststand von 290,8 Millionen Pengő am Ende des Jahres. In der Zusammensetzung des Barschatzes trat in diesem Jahre insofern eine Verschiebung ein, als der effektive Goldvorrat im Verhältnis zu dem Devisenvorrat sich bedeutend erhöht hat. Während am 31. Dezember 1925 etwa 22% des Barschatzes aus effektivem Gold bestand, hat sich der effektive Goldvorrat bis zum Ende des folgenden Jahres auf 58% des ausgewiesenen Barschatzes erhöht.

Das Wechselportefeuille stieg zu Beginn des Jahres parallel mit der Zurückziehung der ausländischen Kredite von 134,2 auf

152,2 Millionen Pengő. Doch schon nach einem Monat war die Vertrauenskrise überwunden, so daß das Wechselportefeuille wieder auf 133,2 Millionen Pengő am 15. März zurückging. Die saisonmäßige Steigerung des Wechselbestandes nahm in diesem Jahr einen bedeutenden Umfang an und erreichte erst zum Ende des Jahres ihren Gipfel mit 218,1 Millionen Pengő, eine Steigerung, in der sich im allgemeinen die Wirkung der Bankratenermäßigung geltend machte, während die Kulmination zu Ende des Jahres auch mit jenem größeren Geldbedarf zusammenhing, der sich im Zusammenhang mit dem Umtausch der auf Kronen lautenden Staatsnoten geltend machte.

Ende August hat die Bank die offizielle Bankrate von 7 auf 6% herabgesetzt, eine Maßnahme, die außer der allgemeinen Erholung unserer inneren Kreditlage auch dem Bestreben der Nationalbank zugeschrieben werden konnte, ein übermäßiges Anschwellen der ausländischen Verschuldung zu verhindern. Die verringerte Zinsspannung dem Auslande gegenüber hatte zur Folge, daß die Nationalbank ihr Eskomptgeschäft erweitern konnte, und daß der Abbau der Zinssätze im Lande weiter fortgeschritten ist. Handelswechsel gingen von 10—11% zu Beginn des Jahres bis auf 7½—8½% in der Hauptstadt und von 14—19% auf 9—14% in der Provinz zurück.

Der Notenumlauf (virtuelle und effektive) verringerte sich in den ersten Monaten des Jahres parallel mit der Gestaltung des Barschatzes und erreichte am 15. April den Tiefpunkt, 553,8 Millionen Pengő gegenüber 629,7 Millionen Pengő zu Jahresbeginn. In der Herbstkampagne stieg dann der Notenumlauf entsprechend der Zunahme des Barschatzes und des Wechselportefeuilles und erreichte zu Ende des Jahres mit 714,2 Millionen Pengő den Gipfel. Das Deckungsverhältnis verbesserte sich infolge des Rückgangs des Notenumlaufs zu Beginn des Jahres und nahm dann in den Herbstmonaten bis zu 50,17% ab. Hinsichtlich der Schuld des Staates bei der Nationalbank wurde ein neues Übereinkommen getroffen, das eine beschleunigte Tilgung dieser Schuld betraf.

Laut diesem Übereinkommen wurde die Herabsetzung der Verzinsung der Staatsschuld vereinbart, die mit der Geltung vom 1. Juni 1926 ab von 2,5% auf 1% ermäßigt wurde. Als Folge der neuen Vereinbarung hat sich der Betrag der Staatsschuld bis Ende des

Jahres um 242,7 Milliarden Kronen auf 1684,1 Milliarden Kronen verringert.

Ende des Jahres wurde mit der Emission der auf Pengő lautenden neuen Banknoten und Scheidemünzen begonnen.

Das Jahr 1927 war, wie in ganz Mitteleuropa, so auch in Ungarn ein Jahr guter Konjunktur, die auch im Status der Ungarischen Nationalbank zum Ausdruck gelangte. Die industrielle Tätigkeit wies eine lebhafte Zunahme auf, Handel und Verkehr dehnten sich aus, die Bautätigkeit war im Aufschwung, und nur die schleppende Ernteverwertung konnte als ein ungünstiges Wirtschaftsmerkmal aufgefaßt werden. Das Diskontgeschäft der Nationalbank erfuhr im Jahre 1927 entsprechend der allgemeinen Konjunkturentwicklung eine wesentliche Ausdehnung. In stetig aufsteigender Linie sind die Kredite, die die Bank der Wirtschaft zuführte, in die Höhe gegangen. Der Bestand an eskomptierten Wechseln und Lagerhausscheinen war im Jahresdurchschnitt 57,6% höher als im Jahre 1926. Die saisonmäßige Abnahme des Wechselbestandes in den ersten Monaten des Jahres hält sich in engen Grenzen und weist mit 171,1 Millionen Pengő am 15. März einen nur um 47,1 Millionen Pengő niedrigeren Tiefpunkt auf als im Vorjahre. Das Wechselportefeuille erreicht mit 332,1 Millionen Pengő am 31. Dezember seinen höchsten Stand im Jahre. Daß die Zunahme der Wechseleskompte mehr der allgemeinen Konjunktur als dem speziellen Bedürfnisse der Ernteverwertung zuzuschreiben war, bezeugt die Tatsache, daß die Zunahme in den Sommermonaten viel bedeutender war als in der eigentlichen Periode der Ernteverwertung. Die Nationalbank erachtete die allgemeine Konjunkturentwicklung für gesund und ergriff zur Krediteinschränkung um so weniger Maßnahmen, als die stärkere Tilgung der Schuld des Staates gegenüber der Nationalbank, die im Laufe des Jahres von 144 auf 115 Millionen Pengő zurückging, deflatorisch gewirkt hätte, wären ihre Wirkungen nicht durch die Kreditausdehnung und die Ausgabe von Scheidemünzen überkompensiert worden. In dem Jahresbericht der Ungarischen Nationalbank für das Jahr 1927 wird folgendes gesagt: „Neben der berechtigten Steigerung der an die Bank gerichteten Ansprüche der Wirtschaft durfte die Bankleitung auch die Tatsache nicht aus den Augen verlieren, daß die Amorti-

sierung der bestehenden Staatsschuld und das Anschwellen der bei der Bank konzentrierten Staatskonten sich in der Richtung einer Verminderung des Banknotenumlaufs auswirken. Es schien um so begründeter, dieser Wirkung durch auf Handelswechseln beruhende elastische Notenemission entgegenzuwirken, da eine Erhöhung des Wechselportefeuilles nicht an sich, sondern erst durch Zunahme der umlaufenden Zahlungsmittel die Kaufkraft des Geldes beeinflußt, die Menge der eine tatsächliche Kaufkraft ausübenden Zahlungsmittel jedoch die von den Produktions- und Umsatzverhältnissen gezogenen Grenzen nicht überschritten hat. Diese Erwägungen waren ausschlaggebend, daß die Bankleitung, trotz den Bankratenerhöhungen mehrerer mitteleuropäischen Notenbanken und den im Wirtschaftsleben sporadisch auftretenden Zeichen einer Übertreibung, den Eskomptesatz während des ganzen Jahres auf der Höhe von 6% unverändert beließ.

Die Bankleitung ließ sich bei dieser Entschließung auch von dem weiteren Gesichtspunkte bestimmen, daß eine Erhöhung der Bankrate nicht nur die Bestrebungen zu einer stärkeren Inanspruchnahme des Bankkredites zurückdämmt, sondern auch die Zahl jener Kreditsucher vermehrt, die ihren Kreditbedarf im Auslande zu vorteilhafteren Bedingungen befriedigen können, was wiederum nur die wenig wünschenswerte Vermehrung der kurzfristigen Auslandskredite und die Lockerung der Kontrolle über den Geldmarkt zur Folge gehabt hätte."

Durch diese Erwägungen geleitet, beließ die Nationalbank den Eskomptesatz während des ganzen Jahres auf der Höhe von 6%, trotz der Bankratenerhöhungen mehrerer mitteleuropäischer Notenbanken und trotz der vom Mai angefangenen steigenden Tendenz des inländischen Zinsniveaus. Die Nationalbank wollte schließlich durch die Niedrighaltung der Zinssätze verhindern, daß die wachsende inländische Kapitalnachfrage sich aus ausländischer Kreditgewährung befriedige. In der Form langfristiger Kredite sind ohnedies zirka 240 Millionen Pengő an Auslandskapital dem Lande zugeflossen, während die Zunahme der kurzfristigen Verschuldung außer den unmittelbaren Importkrediten auf 150—200 Millionen Pengő geschätzt wurde.

Der Notenumlauf hob sich trotz steigender Umsätze der Wirtschaft nur vorübergehend stärker über die Vorjahrshöhe und stieg auch saisonmäßig nicht besonders. Der Grund hierfür dürfte darin liegen, daß der bargeldlose Zahlungsverkehr (Scheck- und Clearingverkehr) im Laufe des Jahres sich bedeutend gehoben haben mußte. Die geringe Änderung des Notenumlaufs erklärt sich ferner teilweise durch die Einführung der Scheidemünzen an Stelle der Noten kleiner Stückelung. Der Scheidemünzenumlauf betrug ungefähr 10% des gesamten Notenumlaufs. Die Gesamtsumme des tatsächlichen und virtuellen Notenumlaufs erhöhte sich im Jahresdurchschnitt um 13,7%, die Scheidemünzen miteingerechnet um 19,7% gegenüber dem Vorjahre. Die Summe des tatsächlichen und virtuellen Notenumlaufs erreichte am 23. März mit 630,6 Millionen Pengő ihren Tiefpunkt und am 31. Dezember mit 795,6 Millionen Pengő ihren höchsten Stand. Der effektive Notenumlauf stieg von 470 Millionen Pengő auf 486 Millionen Pengő und betrug 61,2% des gesamten Notenumlaufs.

Der Metall- und Devisenvorrat erfuhr in der ersten Hälfte des Jahres eine Abnahme, erreichte Ende Juli mit 253,4 Millionen Pengő ihren Tiefstand und stieg dann bis Ende des Jahres auf 317,5 Millionen Pengő. Das statutenmäßige Deckungsverhältnis des Notenumlaufs war niedriger als im Vorjahre und sank seit Ende April unter 50%. Den tiefsten Stand erreichte es Ende Oktober mit 46,15%. Die Bank hat ihre Politik, den effektiven Goldbestandteil ihrer Valutareserve zu heben, fortgesetzt.

Während im Jahre 1927 der gesamte Notenumlauf mit 19,7% stieg, erhöhte sich der Großhandelsindex um 9%: von 126 auf 135%.

Im Jahre 1928 tritt keine wesentliche Änderung im Konjunkturverlauf gegenüber dem Vorjahre ein. Seit Mitte des Jahres macht sich eine Abkehr des amerikanischen Kapitals vom europäischen Kontinent geltend, eine Entwicklung, die tiefgreifende Folgen für das gesamte europäische Kreditleben zeitigen soll. Noch in der ersten Hälfte des Jahres ließ sich auf dem Geldmarkte eine entscheidende Erleichterung bemerken, und die Zinssätze gingen um ¼—½% gegenüber dem Ende des Vorjahres zurück. Dies war teils auf die

saisonmäßige Rückbildung der Kreditansprüche in den ersten Monaten des Jahres, teils darauf zurückzuführen, daß in der ersten Hälfte des Jahres noch der Zustrom an ausländischen Krediten anhielt. Vom Juli angefangen, beginnt sich jedoch die amerikanische Zinssteigerung fühlbar zu machen, und sie hätte sich auch sofort ausgewirkt, wenn die Nationalbank im Interesse der Verbilligung der Kreditversorgung der Provinz den Kreditrahmen der Provinzgeldinstitute übergangsweise nicht erweitert hätte. Infolge der Stockung der Auslandskredite und der Anhäufung unserer Getreidebestände war jedoch die Nationalbank im Herbste bereits gezwungen, den Diskontsatz am 1. Oktober um 1%: von 6 auf 7% zu erhöhen. Die langfristige Verschuldung setzte sich auch in diesem Jahre fort und dürfte 280 Millionen Pengő betragen. Hinsichtlich der Verteilung der Anleihen zeigt sich eine wesentliche Änderung darin, daß 90% der Anleihen auf die Privatwirtschaft entfallen. Die kurzfristigen Kredite haben gegenüber dem Vorjahre um zirka 100 Millionen Pengő zugenommen. Der Wechselbestand bewegte sich im Jahresdurchschnitt auf einem höheren Niveau als im Vorjahre, und zwar machte in den ersten drei Monaten des Jahres diese Differenz mehr als 50% aus. Das Portefeuille ging dann bis zum 23. April schrittweise zurück und erhöhte sich erst infolge der saisonmäßigen Anspannung der Herbstmonate im September wieder, als es dem Stande von 400 Millionen nahekam.

Gleichzeitig sank auch der Metall- und Devisenbestand der Nationalbank und erreichte am 30. September mit 252,1 Millionen Pengő seinen Tiefpunkt. Die außerordentliche Inanspruchnahme des Bankkredits und der gleichzeitige Rückgang des Devisenbestandes, die Umkehr der Strömungsrichtung der kurzfristigen Anleihen haben zur Rateerhöhung geführt, die jedoch auf den Metallschatz nur eine geringe Wirkung ausgeübt hat. Der Barschatz bewegte sich in den letzten drei Monaten des Jahres um 260—270 Millionen Pengő. Entsprechend der Gestaltung des Barschatzes tritt dann, nach einer vorübergehenden Erhöhung des Deckungsverhältnisses, in der ersten Jahreshälfte ein Rückgang im Herbste ein, der am Oktoberultimo und am Jahresultimo die niedrigsten Deckungsverhältnisse von 40,09 bzw. 40,11% ergab.

Der Notenumlauf wies entsprechend der Erweiterung des Kreditverkehrs und der Umsätze eine Ausdehnungstendenz auf. Der Notenumlauf hielt indessen mit der Vermehrung der Bankkredite keineswegs Schritt, was sich daraus erklärt, daß letztere, wie im Vorjahre, als Gegengewicht gewisser deflatorischer Erscheinungen (Verringerung der Schuld des Staates bei der Nationalbank) zum Ausdruck gelangte. Die Erhöhung des tatsächlichen und virtuellen Notenumlaufs betrug im Jahresdurchschnitt 3,7%. Der Tiefpunkt des tatsächlichen und virtuellen Umlaufs war am 23. Juli 663,3 Millionen Pengő, der Höchstpunkt am 31. Oktober 754,4 Millionen Pengő.

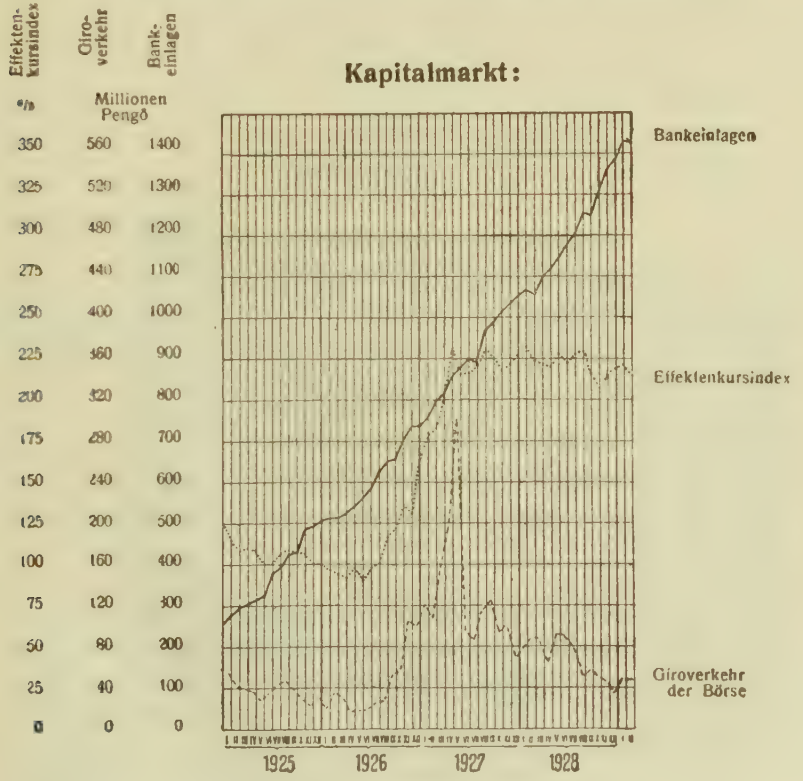
Die Schuld des Staates bei der Nationalbank ist von 111,4 auf 97,2 Millionen Pengő verringert worden.

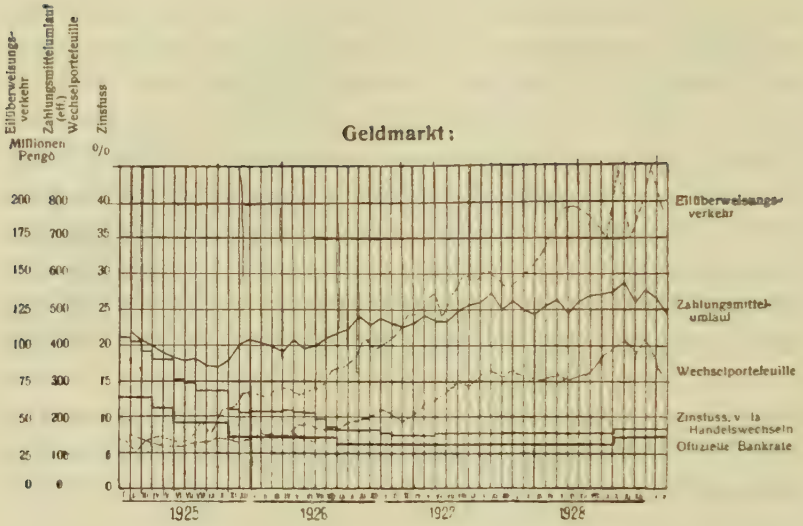
Popovics[3], Präsident der Ungarischen Nationalbank, äußerte sich über das Wirtschaftsjahr 1928 folgendermaßen: „Die alljährlich erst im Herbst auftauchende Steigerung der Nachfrage nach Geld, trat heuer (1928) nahezu unerwartet schon im Laufe des Monats Juli in die Erscheinung. Sie scheint eine dauernde zu sein und eine wirkliche Erleichterung kann bisher nicht registriert werden. Parallel mit der Verknappung im Lande setzt eine Verteuerung des Leihpreises für Geld auch im Auslande, in erster Linie in den Vereinigten Staaten, ein. Der Absatz der Effekten von langfristigen Anleihen kommt zum Stillstand; was noch anbringbar ist, erfordert Konzessionen an den Bedingungen. Das Abbröckeln der Kurse unserer in Amerika untergebrachten Emissionen hält an, Rückkäufe der Emissionsstellen werden sporadisch getätigt. Das Angebot kurzfristiger Darlehen wird spärlicher. Die ununterbrochene Nachfrage Deutschlands nach fremdem Kapital verschärft die Lage. Das steigende Passivum unserer Handelsbilanz trägt das Ihrige bei. Der Herbst, sonst eine Periode wachsenden Einfließens von fremden Devisen, geht nahezu leer aus. Die Bildung mobilen Kapitals geht sehr langsam vor sich.

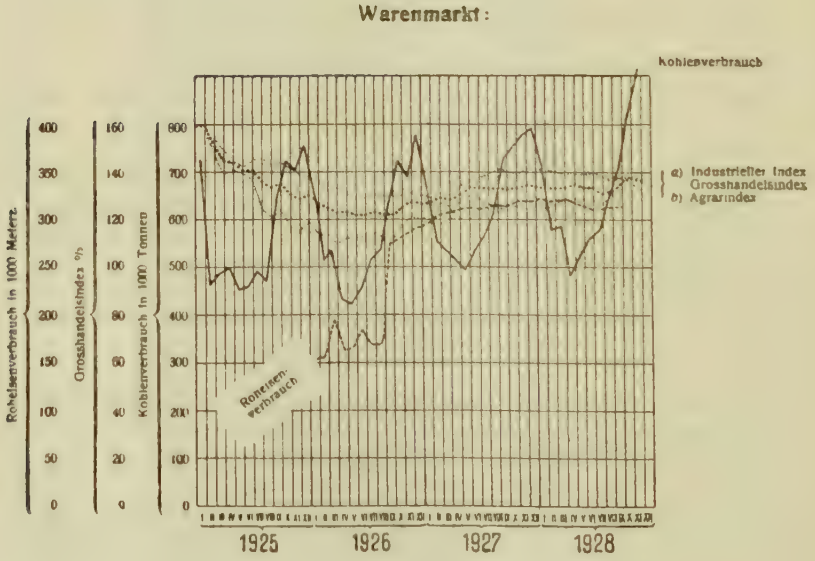
Faßt man nunmehr diese einzelnen Tatbestände zu einem abschließenden Urteil über das Wirtschaftsjahr 1928 zusammen, so

[3] Vgl. Popovics, Einige Gedanken über die Wirtschaft im Jahre 1928. Pester Lloyd (25. Dezember 1928. S. 53).

müßte es dahin lauten, daß es ein weniger günstiges war, als das unmittelbar vorangehende. Es ist kein allgemeiner Rückgang, doch eine Stagnation auf manchen Gebieten vorhanden, wobei die sachlichen Grundlagen des wirtschaftlichen Schaffens nicht in Mitleidenschaft gezogen sind. Der vertikale Querschnitt der Bewegungen im ökonomischen Leben gibt eine Wellenlinie, wo auf den Wellenberg das Wellental folgt. Für heuer (1928) kann mit Beruhigung angenommen werden, daß die Höhenunterschiede der Kurven keine allzu großen sind. Vielleicht ist auch ein Element des Trostes darin zu finden, daß man in vielen Ländern Europas eine ganz ähnliche Lage feststellen kann. Die Konsolidation der hauptsächlichen Voraussetzungen einer allgemeinen ansteigenden Konjunktur ist noch nicht erfüllt. Die Verwüstungen des Krieges, die wirtschaftlichen Ungeheuerlichkeiten der Friedensverträge wirken noch immer nach."







(Siehe auch Seite 56 und 57.)

Großhandelsindex.

Datum	1913 = 100
Juni 1924 . . .	133
Dezember 1924 . . .	166
Juni 1925 . . .	141
Dezember 1925 . . .	130
Juni 1926 . . .	122
Dezember 1926 . . .	126
Juni 1927 . . .	133
Dezember 1927 . . .	135
Juni 1928 . . .	135
Dezember 1928 . . .	139

Verhältnisse des Arbeitsmarktes[4].

Jahr	Gesamtmitgliederzahl der Sozialdemokratischen und Christlichsozialen Gewerkschaften	Davon Arbeitslose
1924	—	27 632
1925	896 300	32 508
1926	890 700	25 998
1927	1 003 000	15 309
1928	1 072 000	14 578

Industriearbeiter.

Jahr	Gesamtzahl	Arbeitslosen Indexziffer Durchschnitt der Jahre 1925/27 = 100	Auf 100 Arbeitstellen fielen Arbeitsuchende
1924	223 298	112,3	140
1925	227 837	132,1	200
1926	234 756	105,7	260
1927	246 317	62,2	250
1928	247 587	59,0	200

[4] Annähernd pünktliche Daten betreffs der Arbeiterzustände in Ungarn zu erlangen, ist heute noch eine Sache der Unmöglichkeit. Die obigen Ziffern sollen also nur zur besseren Beanschaulichung der wirtschaftlichen Lage während der fünf Berichtsjahre dienen. Nur ein geringer Teil der Arbeiter ist organisiert und infolgedessen erfaßbar; mit der im Jahre 1931 stattfindenden Volkszählung werden auch alle diesbezüglichen Daten erhoben.

3. KRITISCHE BEHANDLUNG DER WIRKSAMKEIT DER UNGARISCHEN NATIONALBANK

A. Allgemeines über die Gründung

„Eine Notenbank, bzw. ihre Währungs- und Kreditpolitik, muß vom staatlichen Einfluß, von der Politik, ganz unabhängig sein." Diese Auffassung ist ein Kind des englischen Liberalismus im 19. Jahrhundert. Es wurde (und wird auch heute noch) behauptet, diese Unabhängigkeit der Notenbank vom Staate sei eine Notwendigkeit des Wirtschaftslebens; nur so könne man vermeiden, daß die Notenbank bei der Zusammenarbeit mit dem Staate keine finanzwirtschaftlichen Ziele oder Interessen einer bestimmten Klasse verfolgt. Die Peelschen Bankakte von 1844 wurden auf diese Voraussetzung aufgebaut.

Wenn man die geistigen und wirtschaftlichen Strömungen jener Zeit nicht berücksichtigen würde, so könnte man diese Auffassung naiv nennen, denn kein Staat wird je in normalen Zeiten die Notenbank in dem Maße in Anspruch nehmen, daß dadurch die Landeswährung gefährdet werden könnte. Der Fiskus hat ja in normalen Zeiten gegenüber den entstehenden Ausgaben immer entsprechende Einnahmen zur Verfügung, es sei denn, daß die Notenbank vorübergehend diese Einnahmen bevorschussen muß, wodurch die Währung keinesfalls bedroht zu werden braucht. Wenn aber in Zeiten der Not außerordentliche Staatsausgaben entstehen, so wird letzten Endes die Notenbank, ganz gleich, ob sie ein staatliches oder ein privates Institut ist, ihre Notenpresse dem staatlichen Finanzbedarf zur Verfügung stellen müssen, es sei denn, daß der Staat nicht selber Noten ausgibt. Um dies zu beweisen, braucht man nur auf das Beispiel der jüngst vergangenen Jahre hinzuweisen. Welche private oder staatliche Notenbank der kriegführenden Länder wurde nicht zur Kriegsfinanzierung herangezogen? Wenn auch freilich Unterschiede zwischen der Art der Kriegsfinanzierung in den einzelnen Ländern bestehen, der Grund dafür ist gewiß nicht in den rechtlichen Formen der Bankinstitute zu suchen.

Wenn man auch diesem Problem keine große Wichtigkeit zu-

schreibt, so würde man sich bei der Wahl zwischen einem rein staatlichen oder rein privatwirtschaftlichen Noteninstitut nach unserer Meinung gleichwohl für ein staatliches entscheiden müssen. Da nämlich die Notenbanken heute eine planmäßige Kreditpolitik zur Förderung der wirtschaftlichen Prosperität ihres Landes treiben müssen, so wird ein staatliches Noteninstitut vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus einer, selbstverständlich auf möglichst hohen Gewinn bedachten, reinen Privatnotenbank vorzuziehen sein. Diese Gefahr könnte freilich durch Gesetz- und Statutbestimmungen vermieden werden, wie wir das bei der Ungarischen Nationalbank sehen werden. Dann bestehen natürlich kaum mehr Bedenken gegen eine private Notenbank vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus.

Aber es ist nicht nur die juristische Form, sondern auch die Fähigkeit der Leiter ist von Bedeutung, denn die Wirtschaft ist bei einer schlechten wie bei einer guten Notenbankgesetzgebung der Leitung der Notenbank ausgeliefert[5]. Die Gesetze sind aber gleichwohl die Grundlage, auf der gute wie schlechte Notenbankpolitik getrieben werden kann.

Die Ungarische Nationalbank wurde als Privatinstitut in Form einer Aktiengesellschaft gegründet. Der Staat hat sich die Kontrolle gesichert, in dem ein vom Staatsoberhaupt ernannter Regierungskommissar sämtlichen Sitzungen beizuwohnen berechtigt ist und dafür zu sorgen hat, daß nichts Gesetzwidriges geschehen soll. Einer etwaigen ausschließlichen Gewinnpolitik der Privatnotenbank wurde durch

---

[5] Vgl. Salin, Staatliche Kreditpolitik. S. 20—21, 22—23. „Je mehr die Kreditpolitik einen regulativen Charakter annimmt, um so größer werden die Befugnisse des Währungsleiters, um so segensreicher und um so vernichtender für die Volkswirtschaft können seine Maßnahmen sein." — „Doch vergesse man nicht, daß in dieser späten Wirtschaftszeit kaum ein politisches Amt solch gewaltige Macht verleiht, wie der Leiter der Zentralbank, der Herr der Währung, der Lenker der Wirtschaft, sie besitzt. Für andere Jahrhunderte galt der Weheruf, daß ein Volk verloren ist, dessen Krone ein Kind trägt. Dem ausgehenden Zeitalter des Kapitalismus gilt noch ein anderes, eigenes Menetekel, das für einen jeden geschrieben ist, gleichviel zu welchem Volk er gehört, gleichviel zu welcher politischen Partei er sich bekennt, für jeden, den das Geschick in diese Zeit der Untergänge und der Neugeburten hineingestellt hat. Wehe dem Land, dessen Währungs- und Wirtschaftsschicksal den Händen von Pfuschern und Spielern anvertraut ist."

statutenmäßige Festsetzung eines Gewinnverteilungsschlüssels[6] eine wirkungsvolle Schranke gesetzt.

Popovics, der Präsident der Ungarischen Nationalbank, ist der Meinung, daß die Aktien einer Notenbank mehr Rentenpapieren gleichen sollen und nicht Aktien, deren Kursbildung auf Grund der jeweiligen Konjunktur erfolgt. Aufgabe der Notenbank sei nicht die Verteilung möglichst hoher Dividenden, sondern die bestmögliche Währungs- und Kreditpolitik im Interesse der gesamten Wirtschaft[7].

B. Währungs- und Kreditpolitik der Ungarischen Nationalbank

a) Theoretische Vorbetrachtungen

α) Geldmenge und Preisniveau

as schwanken- e Preisniveau

Im modernen Wirtschaftsleben erleiden die Preise einzelner Waren und deren Komponente gewisse Schwankungen. In einer gegebenen Zeitperiode ist das Preisniveau nie ganz konstant, die Preiskurve weist immer eine Wellenbewegung auf. Die Hauptursache dieser Schwankungen ist in dem Mißverhältnis zwischen Geldmenge und Gütermenge zu suchen[8]. Ein Steigen des allgemeinen Preisniveaus ist also ein Zeichen dafür, daß die Geldmenge gegenüber der Gütermenge relativ größer geworden ist, bzw. daß entweder die vorhandene Geldmenge größer oder der Umlauf derselben Geldmenge schneller geworden ist, oder aber, daß die vorhandene Gütermenge sich vermindert hat.

Eine Preissteigerung bzw. Preissenkung ist nichts weiter, als eine Verminderung bzw. Erhöhung der Kaufkraft des Geldes. Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus bedeuten also Schwankungen der Kaufkraft des Geldes. Um die Schwankungen der Kaufkraft des Geldes und dadurch automatisch auch die des Preisniveaus auszuschalten, suchte man eine Geldeinheit zu finden, deren Wert immer konstant bleibt. Da aber die Kaufkraft des Geldes abhängig ist vom

---

[6] Vgl. Gesetz- und Statutbestimmungen, Punkt 2, S. 33 der Arbeit.

[7] Vgl. Bericht der Ungarischen Nationalbank für das Jahr 1927. S. XXI.

[8] Irving Fisher stellt 41 Ursachen von Kaufkraftschwankungen fest. Vgl. I. Fisher, Kaufkraft des Geldes.

Verhältnis der Geldmenge gegenüber der Warenmenge, so kann ihr Wert nur dann unverändert bleiben, wenn das proportionale Verhältnis zwischen Geld- und Gütermenge gleich bleibt. Die Kaufkraft des Geldes variiert auch nicht nur aus Gründen, die auf der Geldseite liegen, sondern wird auch von außen her beeinflußt[9].

Vorschläge zur Ausschaltung der Schwankungen, verursacht durch die ungleiche Goldproduktion

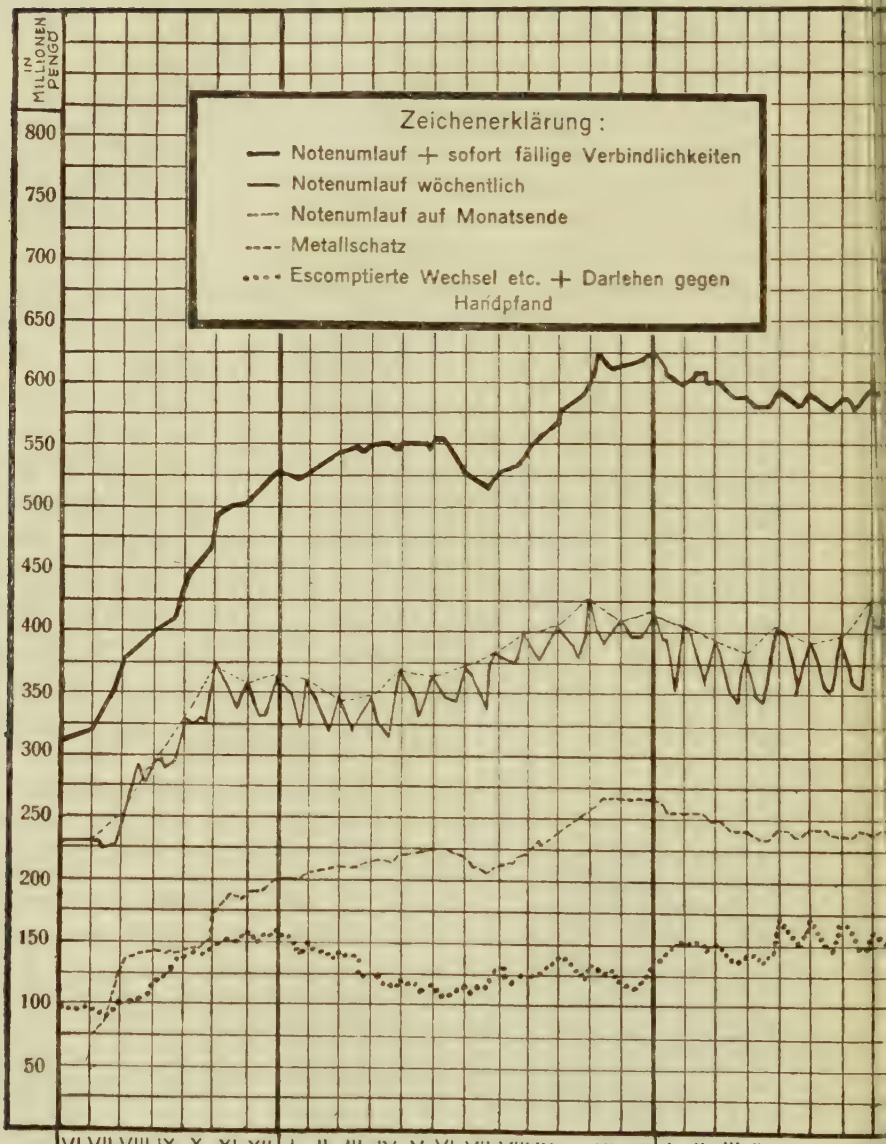
Jedes auf einer Goldbasis aufgebaute Geldsystem ist sowohl vom gesamten Goldvorrat der Welt, wie von dem innerhalb der Grenzen seines Währungsbereiches abhängig. Die Stabilität der Kaufkraft des Geldes setzt voraus, daß der Goldvorrat der Welt im gleichen Verhältnis zur jährlichen Gütermenge bleibt. Nach der nicht ganz einwandfreien Ausführung Cassels im Jahre 1928 müßte demnach der jährliche Goldvorrat um 3% steigen. Um diese Abhängigkeit der Kaufkraft des Geldes vom Golde auszuschalten, wollte Cournot[10] schon in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts ein „Monnaie de compte" einführen, dessen Quantität der jeweiligen Kaufkraftverminderung entsprechend vermehrt würde. Irving Fisher will die Stabilität der Kaufkraft des Geldes durch den „compensated dollar" herstellen, dessen Goldgehalt im Verhältnis zur Bewegung der monatlich zu ermittelnden Indexzahlen ab- oder zunehmen würde. Der Dollar würde so keine ständige Goldmenge mit wechselnder Kaufkraft, sondern eine ständige Kaufkraft mit wechselnder Goldmenge darstellen. John Maynard Keynes will das Preisniveau vom Golde ganz unabhängig, nur durch Manipulierung der Währung stabil er-

---

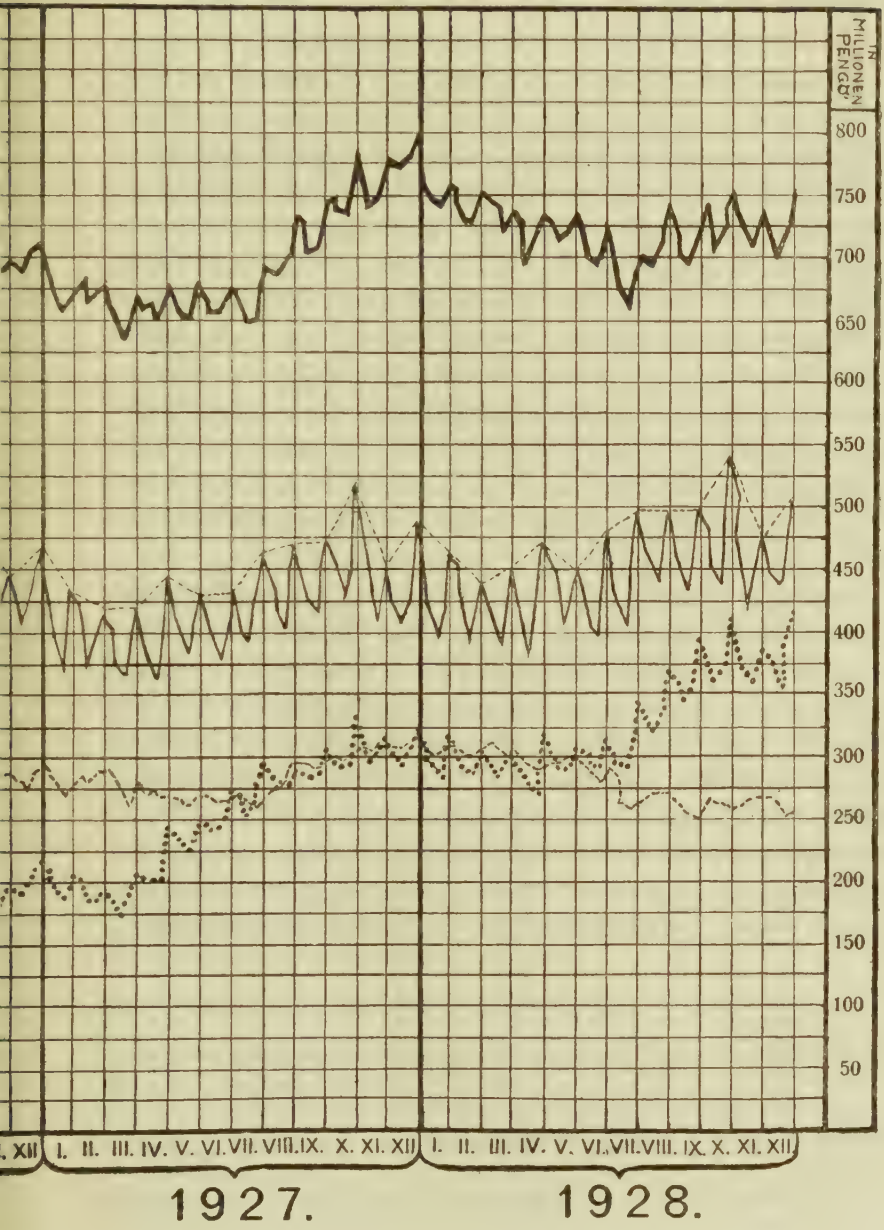
[9] „Les variations de valeur de tout unité monetaire peuvent être intrinsèques et extrinsèques. Elle sont intrinsèques, lorsque les causes qui font varier les prix sont dépendantes de la quantité de numéraire en circulation; elles sont extrinsèques, lorsqu'elles se rattachent, au contraire, aux formes de production, aux systèmes de transport et d'échanges. Ce qu'il y a de certain c'est qu'elles sont fort difficiles à mesurer." Vgl. Nitti, Principes de science des finances. Bd. I. S. 91. Paris 1928.

[10] „Le subtil Cournot lui-même put espérer, se basant sur les illusions de ceux qui l'avaient précédé, trouver une mesure de valeur efficace dans sa ‚monnaie de compte'. Cette monnaie semblait devoir résoudre le problème: elle était invariable dans les changements du coût de production des métaux précieux, modifiant à chaque variation de leur coût le rapport de l'unité pondérable du métal ou, plus simplement accroissant la quantité de métal contenue dans la monnaie si celle-ci venait à se déprécier, et la diminuant au contraire si sa valeur s'accroissait." Vgl. Nitti, Principes de science des finances. Bd. I. S. 91. Paris 1928.

Graphische Darstellung der wöchentlichen Stände
des Metallschatzes, der eskomptierten Wechsel u



Notenumlaufes, der sofort fälligen Verbindlichkeiten,
und der Darlehen gegen Handpfand (1924—1928)



halten. Er glaubt das hauptsächlich durch planmäßige und angemessene Ausdehnung oder Einengung des Kreditvolumens erreichen zu können.

β) Konjunktur und Kreditpolitik

Ursachen der Konjunktur

Kreditvermehrung verursacht nacheinander Erholung und Aufschwung in der Wirtschaftslage, durch Einschränkung der Kreditgewährung dagegen entstehen Depressionen und Krisen. Die monetäre Konjunkturtheorie behauptet aber nicht nur, daß Erholung und Aufschwung der Wirtschaft durch Ausdehnung des Kreditvolumens und umgekehrt Depression und Krise durch deren Einschränkung verursacht werden, sie behauptet vielmehr auch, daß solche Konjunkturschwankungen infolge Kreditgewährung oder -entziehung von der Zentralbank durch entsprechende Regulierung der Geldumlaufsmenge zu beeinflussen seien. Die Notenbank könne durch Kreditrationierung, Diskontpolitik und open market operations, eine planmäßige Konjunkturpolitik treiben. Demzufolge müßten die Notenbanken das Kreditproblem nicht als ein privatwirtschaftliches, sondern als ein volkswirtschaftliches Problem behandeln.

Die monetäre Konjunkturtheorie gründet sich auf die Quantitätstheorie, und infolgedessen sind alle Gegner der Quantitätstheorie auch Gegner der monetären Konjunkturtheorie. So sagt Spann z. B. für den Fall der Verdoppelung der Geldmenge: „Die Preise können sich doch nicht verdoppeln, schon deswegen nicht, weil nicht alles neue Geld als Kaufkraft der Besitzer auf dem Markte zur Wirkung kommt."[11] Auch Hawtrey läßt die Kreditexpansion nur dann inflatorisch wirken, wenn sie zu unproduktiven Zwecken erfolgt[12]. Er, der sonst die Dynamik der Wirtschaft anerkennt, faßt in diesem Falle die Volkswirtschaft rein statisch auf und vergißt, daß auch bei

---

[11] Vgl. Spann, Bemerkungen zu Irving Fishers Geldlehre. Schmollers Jahrbuch. 41. Jahrg. 3. H. 1917. S. 451.

[12] Vgl. Schumpeter, Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. In: Arch. f. Sozialw. Bd. 44. S. 317. Schumpeter kritisiert Hawtrey und sagt, er richte sich gegen den „altehrwürdigen Irrtum der Bankpraxis", wenn er sage, daß Kreditexpansion nur dann inflatorisch wirke, wenn sie zu unproduktiven Zwecken erfolge. Der Zweck der betreffenden Darlehen sei von diesem Standpunkt aus ganz gleichgültig. Nur darauf komme es an, die Kreditmenge in entsprechender Grenze zu halten.

konsumtiver Verwendung des gewährten Kredites durch die erste Hand eine produktive Verwendung durch die zweite, dritte, vierte Hand usw. erfolgen kann. Auch eine konsumtiven Zwecken dienende Geldvermehrung ruft immer auch Produktionssteigerung, nie aber nur Preissteigerung hervor.

Wenn Kreditgewährung das Preisniveau stabil erhalten soll, so muß sie eher quantitativ als qualitativ orientiert sein. Die Kreditpolitik muß in einer Anpassung des Kreditvolumens an das Geschäftsvolumen bestehen, weil nur so die Kaufkraft des Geldes stabil erhalten und infolgedessen die großen Konjunkturschwankungen ausgeschaltet werden können. Schacht sagt: „Der Umfang des gesamten Zahlungsmittelumlaufs, das gesamte Kreditvolumen, das Preisniveau wie überhaupt die gesamte Konjunkturlage, werden mehr in den Mittelpunkt notenbankpolitischer Erwägungen gestellt als früher."[13]

Wenn wir zwar behaupten, daß durch eine unangemessene Geldvermehrung kontinuierliche Preissteigerung, d. h. Verminderung der Kaufkraft des Geldes erfolgt und umgekehrt bei unangemessener Geldverminderung Preissenkung bzw. Kaufkraftvergrößerung der Geldeinheit erfolgt, so ist damit noch lange nicht gesagt, daß jene Veränderungen alle Preise in gleicher Weise beeinflussen. Die Preisbildung der einzelnen Waren hängt vielmehr von mehreren Faktoren ab. Salin meint aber, daß trotz unwiderleglicher Einwände gegen die Quantitätstheorie in ihrer rohesten wie in ihrer feinsten Form — wie z. B., daß die Veränderungen der Geldmenge weder auf den Preis aller Waren, noch auf die wichtigsten Preise einer Volkswirtschaft gleichmäßig wirken — nicht angenommen werden darf, daß Veränderungen der Geldmenge, wie der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes nicht preisverändernd wirken könnten[14].

γ) Die Diskontpolitik: ihre Bedeutung früher und heute

Die Funktion des Diskontsatzes

Zur Regelung des Kreditvolumens dient unter anderem immer auch noch der Diskontsatz.

Der Diskontsatz ist in England von 1738 bis 1839 beinahe unver-

---

[13] Vgl. Schacht im Vorwort zu Burgess. S. 8.

[14] Vgl. Salin, Staatliche Kreditpolitik. S. 12.

ändert geblieben. Man dachte damals überhaupt noch nicht daran, daß mit seiner Festsetzung ein anderes Ziel, als das des Gewinnes verfolgt werden könnte. Bald wurde er aber auch schon zum Schutz der Deckungsreserve verwandt. Diese „einfache" oder „klassische" Diskontpolitik suchte dadurch eine Konstanz des valutarischen Kurses zu erzielen, die Stabilität der Kaufkraft des Geldes, des allgemeinen Preisniveaus im Inlande hat sie bis dahin nicht interessiert. Man kann hier kaum von Diskontpolitik sprechen, da keine lenkende Beeinflussung auf den Geldmarkt ausgeübt werden sollte, man folgte nur den Veränderungen der Marktlage und registrierte sie. Mit der Zeit aber tauchte allmählich die Frage auf, ob Registrierung der Veränderungen der Marktlage das einzige Ziel der staatlichen Diskontfestsetzung sei und sein müsse[15]. Keynes behauptet, daß man durch Diskontfestsetzung noch andere Ziele verfolgen kann, nämlich:

1. nicht bloß Registrierung, sondern auch Regulierung der Veränderungen des Geldmarktes;
2. nicht mehr Schutz eines imaginären Goldbestandes der Notenbank, sondern Stabilerhaltung des Preisniveaus[16];
3. Ausdehnung und Einschränkung des Kreditvolumens.

Aufgabe der Notenbank sei also Förderung der Stabilität der Preise und folglich auch der Stabilität des Wirtschaftslebens der Nation. Die Notenbank solle versuchen, den Gang der Konjunktur zu beeinflussen, indem sie ihre Schwankungen und insbesondere die Extreme, Hausse und Baisse, ausschaltet[17].

Eine solche Diskontpolitik ist planmäßige Konjunkturpolitik, da jede Stabilhaltung des Preisniveaus alle große Konjunkturschwankungen automatisch ausschaltet. Demgegenüber war die klassische Diskontpolitik nur eine Art Wirtschaftsbarometer.

---

[15] Vgl. Salin, Staatliche Kreditpolitik. S. 9.

[16] Vgl. Keynes, Ein Traktat über Währungsreform. S. 176. „Es wäre sinnlos gewesen, den Diskontsatz nach einem ‚Deckungsverhältnis' zu bemessen, das jede Bedeutung verloren hat."

[17] Vgl. Keynes, Ein Traktat über Währungsreform. S. 176. „Der Diskontsatz wird jetzt, wenn auch noch so unvollständig und tastend, zur Regulierung der Ausdehnung und Einschränkung des Kredites im Interesse der wirtschaftlichen Stabilität und der Stätigkeit der Preise angewandt.

Heute wird schon die Zu- und Abnahme des Kreditvolumens primär als Konjunkturschwankungen verursachendes Phänomen angesehen. Es bestehen zwischen Zins, Warenpreis und Konjunkturbewegungen gewisse Beziehungen. Der Konjunkturzyklus ist überwiegend ein Geld- und Kreditphänomen[18]. Infolgedessen ist es auch möglich, eine auf die Stabilität des Preisniveaus gerichtete Geld- und Kreditpolitik zu treiben.

Die Macht der Diskontpolitik

Der materiell kausale quantitätstheoretische Standpunkt, den Keynes, aber auch Hahn, Cassel, Irving Fisher, Hawtrey und andere einnehmen, bedeutet nach Keynes die prinzipielle Möglichkeit, einen entscheidenden Einfluß der Zentralnotenbanken auf das Preisniveau im Wege der Diskontpolitik auszuüben. Da eine Erweiterung des Kredits im Sinne der quantitätstheoretischen Grundgleichung eine Erhöhung der Preise nach sich ziehen müsse und umgekehrt, wäre das simplistische Denken gleich geneigt anzunehmen, daß durch eine bloße Diskonterhöhung oder Diskontsenkung das Preisniveau reguliert werden könnte. So einfach sind indessen die Möglichkeiten der Kreditpolitik doch nicht. Bekanntlich stellt eine Diskonterhöhung oder -senkung von geringen Ausmaßen (ca. 1 %, wie es üblich ist) in der Hochkonjunktur eine Quantit négligeable für die meisten Industriellen dar. Wenn einmal die aufwärtsbewegende Linie der Konjunktur im Schwunge ist, so kann die Industrie, die auch weiterhin höhere Preise erhofft, die bloße Erhöhung des Diskontsatzes kaum zur Einschränkung ihrer Geschäftstätigkeit ermahnen. Ebenso ist eine Senkung des Diskontsatzes auf dem Tiefpunkt der Depression, als es um Sein oder Nichtsein gewisser Industrien geht, für die Ankurbelung ihrer geschäftlichen Aktivität ziemlich irrelevant. Der zu große Optimismus des Aufschwunges und der zu große Pessimismus in Zeiten der Depression, wird nur auf eine recht große Dosierung des Diskontsatzes reagieren. Heute, wo schon in einigen Ländern das Geld (man könnte sagen) Surrogat der Kreditzahlungsmittel geworden ist; wo der bargeldlose Zahlungsverkehr so bedeutend zunahm, kommt der zentralen Diskontpolitik nicht mehr eine entscheidende Rolle zu. Denn die Privatbanken müssen infolge ihrer Kredit-

[18] Vgl. Hawtrey, Currency and Credit. Der Wechsel von Prosperität und Depression ist ein „purely monetary phenomen".

schöpfungstätigkeit nicht mehr so oft an die Notenbanken zurückgreifen, sie werden selbständiger. Meines Erachtens ist aber diese Emanzipation lange nicht so groß, wie sie Albert Hahn[19] darstellt. Der Tradition ist noch eine recht bedeutende Macht zuzuschreiben und merkwürdigerweise hat dies eben Hahn, der Praktiker, viel zu gering eingeschätzt. Die Diskontpolitik kann also allgemein hauptsächlich als Signal der höchsten kreditpolitischen Stellen eines Landes aufgefaßt werden, die auf diesem Wege die großen Banken zur Krediteinschränkung oder Erweiterung ermahnen. Und auch nicht Diskontpolitik allein, sondern zumindest auch die Kreditrationierung kann als ein Mittel zur Beeinflussung der Unternehmertätigkeit betrachtet werden.

δ) Preisniveau und Kreditpolitik

Diskontpolitik wie Kreditrationierung stellen letzten Endes kreditpolitische Maßnahmen dar, so daß es immerhin auf dieser theoretischen Grundlage als möglich erschiene, die periodischen Konjunkturschwankungen auszuschalten und das Preisniveau zu stabilisieren. Wir müssen indessen an Hand der jüngsten kreditpolitischen Erfahrungen eine weitere theoretische Einschränkung machen. Wir müssen namentlich die Frage untersuchen, ob die Stabilisierung des Preisniveaus und die Stabilisierung der Konjunktur auf das gleiche hinauslaufen und ob erstere oder letztere das eigentliche Ziel der Kreditpolitik ist.

Stabilisierung des Preisniveaus oder Stabilisierung der Konjunktur

L. Albert Hahn, also einer der exponiertesten Vertreter der materiellen Quantitätstheorie[20], versucht diese Frage in einem außerordentlich knappen und scharf formulierten Aufsatz („Grundprinzipien der monetären Konjunkturlehre" in: „Beiträge zur Wirtschaftstheorie"; Konjunkturforschung und Konjunkturtheorie, herausgegeben von Karl Diehl) zu klären. Die Frage ergab sich im Zusammenhang mit der Tatsache, daß seit dem Jahre 1925 das Preisniveau der Vereinigten Staaten eine rückläufige Bewegung zeigt, während die Konjunktur sich nach wie vor im Zustande des Aufschwungs befindet. Diese Entwicklung steht im Gegensatz zu den allzu raschen

[19] Vgl. Albert Hahn, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites.

[20] Vgl. seinen Aufsatz: „Kredit", im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

Verallgemeinerungen der materiellen Quantitätstheorie, die eine Konformität der Kredit-, Preis- und Konjunkturdynamik als eine gesetzmäßige Erscheinung erkannt zu haben wähnte.

Albert Hahn und die Konjunkturtheorie

Auch Hahn geht in seiner zitierten Untersuchung aus dieser Konformität aus und bezeichnet die Steigerung der Nachfrage auf dem Gütermarkte, die Steigerung der Preise, des Beschäftigungsgrades und der Investitionen als die wesentlichsten Konjunktursymptome. Ursache dieser Konjunktursymptome ist aber nach Hahn die Kreditexpansion, die allein erforderlich und genügend ist, um sie zu erklären. Soweit, so gut. Nun befaßt sich aber Hahn im zweiten Teil seiner Studie mit dem Problem der sog. Mengenkonjunkturen, d. h. mit dem Problem der Konjunkturen bei Preisstabilität und führt dabei aus: „Die Mengenkonjunktur wird dadurch ermöglicht, daß während der Kreditinflation eine Preissenkung bewirkende Veränderung der Technik eintritt, die die preissteigernde Tendenz der Kreditinflation kompensiert." Schon diese Formulierung ist interessant, da sie eigentlich einen Verzicht auf den radikal quantitätstheoretischen Standpunkt darstellt, wonach Preissteigerungen nur in Veränderungen auf der Geld- bzw. Kreditseite der quantitätstheoretischen Grundgleichung begründet seien. Wie ein Deus ex machina taucht plötzlich der technische Fortschritt auf, wenn es gilt, eine in die alte Formel nicht passende Tatsache zu erklären. Dieser Schwierigkeit versucht Hahn dadurch zu entgehen, daß er den Begriff der strukturellen Veränderungen der Wirtschaft einführt und als konjunkturelle Veränderungen nur diejenigen definiert, die mit der Änderung des Volumens inflatorischen Kredits einhergehen. Im Grunde genommen ist es wieder eine Einschränkung der Quantitätstheorie. Die Mengenkonjunktur bildet in diesem Sinne „ein eigenartiges Zwischending zwischen einer Konjunktur-Erscheinung und einer Struktur-Veränderung." Die Mengenkonjunktur würde also die Wellenbewegung der Wirtschaft ausschalten, indem aus der preissteigernden Wirkung der inflatorischen Kredite und der preissenkenden Wirkung des technischen Fortschrittes eine Resultante entstehen würde, die die zyklischen Elemente der Konjunktur ausgliche.

Wenn es nun auch Hahn nicht gelungen ist, die quantitätstheoretische Auffassung der monetären Konjunkturerklärung mit dem tech-

nischen Fortschritt in dem Begriff der Mengenkonjunktur zu vereinigen, so hat nichtsdestoweniger seine Theorie von dem technischen Fortschritt auf einen der wesentlichen Faktoren wirtschaftlicher Dynamik hingewiesen und namentlich seine Schilderung der preissenkenden Tendenzen der technischen Entwicklung und der preissteigernden Wirkungen der Krediterweiterung als entgegengesetzt wirkender Strömungen, ist zweifelsohne richtig. Auch Löwe weist in seinem Aufsatz „Über den Einfluß monetärer Faktoren auf den Konjunkturzyklus"[21] auf die ausschlaggebende Rolle der technischen Entwicklung für den „Umbruch" der Konjunkturkurve hin (allerdings in anderer Beziehung als Hahn) und trennt die Begriffe der Stabilisierung des Preisniveaus und der Stabilisierung der Beschäftigung.

Stabilisierung des Preisniveaus

Wenn aber die Kreditpolitik immerhin als eine der wichtigsten Maßnahmen der Konjunkturstabilisierung erkannt ist, so fragt es sich, ob für die Kreditpolitik das Preisniveau und dessen Stabilisierung als alleiniges Ziel in Frage kommt? Nach den bisher Ausgeführten erscheint auch diese Frage als verneint. Es wird behauptet, daß Konjunkturschwankungen trotz stabilbleibenden Preisniveaus vorhanden sein werden. Zur Konjunkturstabilisierung genüge ein stabiles Preisniveau nicht. Es kann der Zinssatz herabgesetzt werden, um in einer sich erweiternden Wirtschaft, die zur Stabilerhaltung ihres Preisniveaus genötigte Kreditschöpfung durchzuführen, in diesem Falle würde die Kreditexpansion, trotz Stabilbleiben des Preisniveaus, eine vom Gleichgewichtszustand wegführende Entwicklung bedingen[22].

Zweifelsohne haben diese Beweisführungen die Keynessche Lehre modifiziert und dies mit Recht. Meiner Meinung nach ist sein Ausgangspunkt falsch: er hätte nicht die zwei Formeln „Stabilisierung der Wirtschaft" und „Stabilisierung der Konjunktur" aufstellen sollen. Anstatt der „konjunkturlosen Wirtschaft", hätte er **eine erschütterungslose und dennoch dynamische Wirtschaft** postulieren sollen, denn dafür stellt das Keynessche System das heute theoretisch weitaus beste dar. Wir behaupten nämlich, daß eine auf höchstmögliche Stabilität des allgemeinen Preisniveaus gerichtete

[21] In Beiträge zur Wirtschaftstheorie, herausgeg. von K. Diehl, 1928. Bd. 173.
[22] Vgl. Hayek, Geldtheorie und Konjunkturtheorie.

Währungs- und Kreditpolitik sämtliche monetäre Krisen ausschalten würde. Das Wirtschaftsleben würde sich zwar langsamer, aber dafür kontinuierlicher, stufenweise, ohne große Konjunkturschwankungen weiterentwickeln (vorausgesetzt, daß andere Störungen, wie Krieg, Erdbeben und dergleichen nicht eintreten).

Preisniveau und Kreditexpansion

Das Preisniveau ist ein sehr sensibles Wesen, es reagiert auf alle Störungen. Die Kreditexpansion ist antizipierte Kaufkraft, und infolge der Elastizität der modernen Wirtschaft, bewirkt sie eine Steigerung der Güterproduktion, die solange andauern wird, bis der Fortschritt der Technik und die vorhandene Güter- und Arbeitskraftreserve die inflationistische Wirkung der Kreditexpansion immunisieren kann. Bis zu dieser Grenze hat die Kreditexpansion eine recht erfreuliche Wirkung, und wir sehen nicht ein, warum wir darauf verzichten sollten. Bei vorhandener Arbeitskraftreserve verhindert die Kreditexpansion das Sinken der Löhne und Sinken der Güterpreise und dadurch auch automatisch das aus dem Sinken der Preise sich ergebende Steigen der Kapitalrente. Denn in einer konjunkturlosen Wirtschaft strebt der Unternehmer nach arbeitsparenden Produktionsmethoden, die freigesetzten Arbeiter drücken den Lohn wie auch die Güterpreise herab. Infolge des gesunkenen Lohnes entsteht gesteigerte Produktionsmöglichkeit: die Kapitalisten erhalten dadurch ein nominell gleichbleibendes Einkommen, aber mit gesteigerter Kaufkraft auf Kosten der Arbeiterklasse, deren Löhne stärker zurückgehen als die Güterpreise sinken. Die durch Kreditexpansion hervorgerufene vergrößerte Produktion kann zur technischen Vervollkommnung führen, infolgedessen wird die Produktion verbilligt und also werden nicht nur die Lohnarbeiter, sondern auch Kapitalisten und Festbesoldeten einen Vorteil aus der Kreditexpansion ziehen. Es ist eben das Gesetz des zunehmenden Produktionsertrages, das sich infolge einer gesunden Kreditexpansion verwirklichen wird.

Das Wirken der Kreditexpansion

Wenn eine Kreditexpansion über die Möglichkeiten eines zunehmenden Produktionsertrages und über die vorhandenen Subsistenzmittel erfolgen würde, so müßte sich dies schon rechtzeitig in dem Steigen der Preise erkennen lassen, und man könnte durch Regulierung des Zinssatzes oder etwa durch noch rohere Maßnahmen der Kreditexpansion Einhalt tun. Darauf wird man erwidern, daß, wenn

man mit der Kreditexpansion nur dann aufhört, wenn schon die Preise im Steigen begriffen sind, die Krise nicht mehr ausbleiben wird. Das mag wohl als theoretischer Einwand eine gewisse Richtigkeit haben, aber in der Praxis wird das höchstens eine ganz geringe, für die gesamte Volkswirtschaft kaum vermerkbare Erschütterung einiger Unternehmungen, die sich an der Kreditexpansion am eifrigsten beteiligt haben, verursachen. Die Unternehmer, die auf ein Steigen der Preise nicht mehr rechnen können, werden infolge der Herabsetzung des Zinses kaum sofort zu einer abnorm großen Ausdehnung ihrer Produktion verleitet. Es wird einfach nicht zugelassen, daß das Preisniveau sich ändert, und infolgedessen kann eine Konjunktur von der Preisseite nicht hervorgerufen werden, und von der Zinsseite her wird nur eine so große Kreditexpansion zugelassen, als sie der vorhandenen Subsistenzmittel und Ausdehnungsmöglichkeit entspricht, oder als sie mit der technischen Vervollkommnung Hand in Hand geht. Die Kreditexpansion über diese Grenze wird noch rechtzeitig auf das Preisniveau sich auswirken und durch die Manipulierung der Zentralbehörde eingeschränkt werden, noch ehe es große Erschütterungen verursachen könnte. Dies ist ein System, das mit Theoretisieren für unsinnig erklärt werden kann, solange es sich nicht auf Beweise in der Praxis berufen kann.

Mises und seine Anhänger wollen nicht begreifen, daß in der Industrie innerhalb bestimmter Grenzen das Gesetz des zunehmenden Ertrages herrscht, und daß, wenn man dies ausnützen will, die Produktionstätigkeit angespornt und der antizipierte Plus an Ertrag durch Kreditexpansion bevorschußt werden muß; Gefahr liegt nur dann vor, wenn der antizipierte Vorschuß die Elastizitätsgrenze der Wirtschaft überschreitet, aber das kommt noch rechtzeitig im Preisniveau zum Ausdruck.

Mises müßte sich bloß umsehen, um begreifen zu können, daß von einem Automatismus der Goldwährung heute nicht mehr die Rede sein kann. Zu seinem Troste aber sei schon im vorhinein gesagt, daß es auch in dem auf das Preisniveau gerichteten Währungssystem etwas Automatisches gibt. Ein gutes allgemeines Preisniveau (das unbedingt konstruiert werden kann) ist eine Resultante der sich in der Wirtschaft auswirkenden Kräfte und also ein Automatismus,

der auf alle Störungen reagiert. Es ist aber ein Automatismus, der den Menschen viel näher steht als ein Goldautomatismus, denn letzterer wird, im Gegensatz zum ersteren, nicht nur von den Kräften des wirtschaftenden Menschen, sondern auch von unmittelbaren Naturkräften beeinflußt. Ihr Automatismusfreunde, ihr seid Menschenkenner und vertraut deshalb nur einem Automatismus, wir aber sind scheinbar bessere Menschenkenner, und eben deshalb halten wir nicht so viel von einem (angenommenen) guten Automatismus; denn im Notfalle wird der Mensch sich selbst über den besten Automatismus hinwegzusetzen verstehen.

Es liegt ein bloß scheinbarer Widerspruch darin, wenn wir trotz der Ablehnung einer allzu radikalen Formulierung der materiellen Quantitätstheorie dennoch an der Richtigkeit der Keynesschen These, wenn auch in abgeschwächter Form, festhalten, wonach das oberste Ziel der Notenbankpolitik, die Linderung der großen Konjunkturschwankungen, des jähen Umbruchs von der Hochkonjunktur zur Krise sein muß. Nur wollen wir auf Grund der Erfahrungen der letzten sechs Jahre seit dem Erscheinen des Keynesschen Werkes, Stabilisierung des Preisniveaus und Stabilisierung der Währung im allgemeinen und für die Gegenwart, nicht schroff als Alternative fassen, sondern eher zwischen Stabilisierung des Preisniveaus und Stabilisierung der Konjunktur (im Sinne einer konjunkturlosen Wirtschaft) unterscheiden.

ε) Zu den modernen währungspolitischen Ansichten

Inhalt des Keynes'schen Buches

Den Inhalt des Keynesschen Traktats bildete zum größten Teil eine klassische Analyse der inflatorischen Wirtschaft sowie eine Polemik gegenüber der Deflationstheoretiker, namentlich der französischen und italienischen Schule, Ausführungen, die durch die wirtschaftshistorische Entwicklung seitdem vollkommen gerechtfertigt wurden. Diese Kapitel können bereits als durch die Entwicklung bestätigt und abgeschlossen betrachtet werden, auf die zurückzukommen kein theoretisches oder praktisches Interesse erfordert.

Auch heute noch von entscheidender Bedeutung für die gesamte geld- und kredittheoretische Forschung erscheint für uns das Pro-

blem, das Keynes am schärfsten und klarsten formuliert hat: „Stabilisierung der Preise oder Stabilisierung der Währung?"

Der währungspolitische Vorschlag des Keynesschen Werkes bestand bekanntlich darin, daß das englische Pfund künftighin nicht starr an das Gold fixiert, sondern der Goldpreis wöchentlich ebenso durch die Bank von England festgestellt werde, wie die sonstigen Daten des Bankstatuts. Auch die Begründung Keynes' darf vorausgesetzt werden: die starre Bindung ans Gold hat zwar in der Vorkriegszeit ein im großen und ganzen stabiles Preisniveau ergeben, ist jedoch in der Nachkriegszeit, in der der größte Teil des Weltgoldbestandes sich im Besitze der Federal Reserve Banken Amerikas befindet, nicht mehr geeignet, als sichere Basis der europäischen Währungen zu dienen, da die Neuverteilung der Goldbestände es als äußerst unsicher erscheinen läßt, ob in Zukunft der Goldpreis nicht viel heftigeren Bewegungen unterworfen sein wird als vor dem Kriege. Das innere und das äußere Preisniveau können nach Keynes nicht gleichzeitig stabil erhalten werden, und daher hält er es für weitaus wichtiger und plädiert unbedingt dafür, daß die gesamte Kredit- und Goldpolitik der Zentralbanken dafür eingesetzt werde, die Stabilität der Preise aufrecht zu erhalten. Keynes ist sich dessen bewußt, daß dieses sein System der politischen Willkür bzw. der Weisheit der Bankleiter ziemlich weite Möglichkeiten eröffnet, aber er ist allzu englisch[23], um nicht an die Kontrolle der öffentlichen Meinung und an den common sense zu glauben und die menschliche Willensentscheidung einem Automatismus (der nicht mehr vorhanden ist) vorzuziehen, der seiner Ansicht nach zu blinden Schwankungen der Konjunktur infolge auswärtiger Einflüsse (Entdeckung neuer Goldminen, Goldpolitik der Federal Reserve Banken usw.) führen kann.

Eines der stärksten Argumente von Keynes bestand darin, daß eine Rückkehr zur Goldwährung schon aus dem Grunde nicht anzustreben sei, weil infolge der Goldaufhäufung und der Begrabung des Goldes durch die Federal Reserve Banken auch die Vereinigten

[23] Vgl. Edgar Salin, Die Entthronung des Goldes. Schmollers Jahrbuch. Jahrg. 48.

Staaten keine Goldwährung vielmehr eine Dollarwährung besäßen. Diese Auffassung wurde noch bestärkt durch eine Rede des hervorragenden Bankfachmanns MacKenna in der Generalversammlung der Midlandbank vom Jahre 1927, der betonte, daß infolge der Tatsache, daß die Federal Reserve Banken von den 1700 Millionen Dollars Goldzuflüssen, die seit dem Jahre 1920 nach den Vereinigten Staaten einströmten, nur ungefähr ein Drittel als bankmäßige Reserve (Bank Cash) benutzten, eigentlich die Stabilität der amerikanischen Konjunktur als oberster Leitsatz der amerikanischen Währungspolitik angewendet wurde. Nicht die Goldbewegung, sondern die Kreditpolitik der Federal Reserve Banken haben das amerikanische Preisniveau bestimmt, und wenn auch das Gold noch einen fixen Preis in den Vereinigten Staaten besitze, so sei der Preis des Goldes abhängig davon, was für eine Kaufkraft die Dollars bedeuten, die dafür gezahlt werden.

Das Beispiel MacKennas scheint die Lehre von Keynes zu unterstützen, kann jedoch auch dazu dienen, die Modifizierung dieser Lehre bzw. ihre Anpassung an die Realität zu erleichtern. Keynes stellt in seinem Werke die Stabilisierung der Währung oder die der Preise als eine Alternative auf. Er meint, die starre Bindung der Währungspolitik an die Goldbewegungen sei zugunsten einer Kreditpolitik, deren Ziel die höchstmögliche Stabilisierung der Preise ist, aufzugeben. MacKenna wies indessen nach, daß die Währungs- und Kreditpolitik der Vereinigten Staaten die beiden Probleme von Keynes nicht als Alternative auffaßte, sondern gleichzeitig auf die Stabilisierung der Preise und die Stabilerhaltung der Währung hinstrebte. Das Beispiel der Federal Reserve Banken hat eben gezeigt, daß bei der modernen Rücksichtnahme der Kreditpolitik der Zentralbanken auf die Erfordernisse der Konjunktur die Stabilität der Währung das Preisniveau nicht unbedingt den blinden Schwankungen der Goldbewegungen ausliefern müsse. Allerdings würde dies nach Keynes nur für die Vereinigten Staaten Geltung haben, die über außerordentliche Goldbestände verfügen. Aber auch dies trifft nicht in vollem Maße zu, denn trotzdem die europäischen Notenbanken zur Gold- und Goldkernwährung zurückkehrten, haben sie das Ziel niemals aus dem Auge verloren, die Stabilität ihrer Konjunktur in je voll-

kommenerem Maße zu bewahren, die allzu heftigen Konjunkturschwankungen auszugleichen. So ist die Keynessche Stellungnahme durch die seitherige Entwicklung teils widerlegt, teils bestätigt worden.

Zum Gold als Grundlage des Währungsmechanismus mußte überall aus psychologischen und politischen Gründen zurückgekehrt werden, denn nur so war der internationale Zusammenhang der Zentralbanken und die Grundlage langfristiger Anleiheoperationen wieder gegeben. Ob diese Motive unerläßliche Gründe sind, wollen wir anderswo erörtern. Im großen und ganzen konnte sich der Prozeß der Wiederherstellung der Goldwährungen ohne heftige Erschütterung der Preise in den einzelnen Ländern vollziehen.

Dies war nur möglich, weil die Bankleitungen eine Kreditpolitik befolgten, die die Goldbewegungen nur als ein Datum unter vielen anderen (Gestaltung des Arbeitsmarktes, des Beschäftigungsgrades der Industrie, der Ernte, der Preisindizes usw.) berücksichtigten. Eine vollkommene Stabilisierung der Preisniveaus war freilich nicht möglich. Daran hat aber wohl auch Keynes nicht gedacht. Ein System, bei dem die Verschiebungen in den Preiselementen, die durch eine Mißernte, durch technische Neuerungen, Modewechsel, etwaige Auslandsanleihe usw. verursacht werden, sofort automatisch ausgeglichen werden könnten, ist bisher nicht erdacht worden und wäre auch wohl ebenso starr und schematisch wie die automatische Abhängigkeit der Kreditpolitik von den Goldbewegungen. Die konjunkturlose Wirtschaft soll nur als ein normativer Begriff, als eine regulative Idee aufgefaßt werden, die zwar dem Kreditpolitiker stets vorschweben muß, aber als Idealzustand niemals vollkommen erreicht werden kann und unseres Erachtens auch niemals erreicht werden soll.

So ist allmählich die manipulierte Goldwährung zu jenem System geworden, zu dem in ganz Europa und so auch in Ungarn übergegangen wurde. Wird dieses System, namentlich wenn die Bestrebung der Zentralnotenbanken, ihre effektiven Goldbestände weiter zu vermehren, und wenn die jährliche Goldproduktion mit dem Bedarf nicht Schritt halten sollte, nicht zu einer Verknappung der Goldvorräte der Welt im Verhältnisse zur Nachfrage führen, wie dies Cassel in seiner Schrift „Die Stabilisierung als Weltproblem“ und

Joseph Kitchin, der Leiter der Union Corporation Ltd. London (eine der größten südafrikanischen Goldmine), vorausgesagt hatten? Und wird dies nicht zu einer Steigerung des Goldpreises bzw. zu einem Sturz des Preisniveaus führen, die sämtliche Gefahren der Deflation in sich birgt[24]? Die Befürchtung illustriert das Problematische des Goldautomatismus, aber sie scheint uns für die Zukunft dennoch übertrieben zu sein. Denn ganz abgesehen von dem Kapitalexport der Vereinigten Staaten, der auch die Tendenz hat, die übermäßige Konzentration der Goldbestände der Welt in Amerika wieder zu lindern, kann die Errichtung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und die Ausdehnung des Gebrauches des internationalen Goldclearings, der Verknappung der Goldbestände entgegenwirken. Außerdem ist auch den interlokalen goldsparenden Einrichtungen gewisse Bedeutung zuzuschreiben. In der modernen Wirtschaft, wo die Kreditschöpfung die herrschende Rolle spielt, wird sich die Größe der Goldreserve nicht so leicht fühlbar machen können. Es ist eben die Manipulierung, die das Wirtschaftsleben der Wirkung von Goldknappheit und Goldüberfülle nicht mehr aussetzen wird. Es fragt sich nun aber, wo hier noch vom Automatismus die Rede sein kann?

b) Währungs- und Kreditpolitik der Ungarischen Nationalbank

Wenn wir uns mit der Kreditpolitik der Ungarischen Nationalbank in den letzten vier Jahren befassen wollen, müssen wir uns zunächst darüber Klarheit schaffen, auf welchen währungs- und kredittheoretischen Grundlagen diese Politik beruhte. Zu diesem Zwecke wollen wir drei Perioden der Nachkriegszeit unterscheiden, die verschiedene Etappen der währungs- und kreditpolitischen Bewußtseinsklärung der Nachkriegsjahre darstellen.

1. Die erste Periode war durch ein gemischtes Regime der Goldwährung bzw. der Goldkernwährung und der reinen Papierwährung charakterisiert. In allen Ländern, in denen Inflationswirtschaft herrschte, konnte man allein von einer reinen Papierwährung

[24] Seitdem wir dieser Befürchtung Ausdruck verliehen haben, ist der Preissturz während der Drucklegung (Mitte 1930) auch Tatsache geworden.

sprechen. In diesen Ländern bestand ein absolutes Primat der Kreditschöpfung über währungspolitische Rücksichten. Die Währung wurde zu einem Spielball der politischen Bedürfnisse des Staates und der internationalen Devisenspekulation. Bald entglitt sie aber auch der politischen Kontrolle, um unter der Last des eigenen Schwergewichtes sich selbst ad absurdum zu führen.

2. Die zweite Periode wurde durch Rückkehr der typischen Inflationsländer zur Goldkernwährung und die gleichzeitige Rückkehr Englands zur Goldwährung charakterisiert. In diese Periode fällt die Gründung der Ungarischen Nationalbank und die Stabilisierung der ungarischen Valuta. Diese Übergangszeit hat die währungs- und kreditpolitischen Theorien Mitteleuropas insofern beeinträchtigt, als zwar offiziell die Rückkehr zur Goldkernwährung bzw. die Stabilität der Währung als oberstes Ziel der Währungs- und Kreditpolitik angekündigt wurde, aber ohne daß man die starre Dogmatik der Vorkriegswährungspolitik mit übernommen hätte. Die Dynamik der Rückkehr selbst warf Probleme auf, die auf Grund der starren Goldwährungstheorie nicht hätten gelöst werden können, außerdem waren die kredit- und währungspolitischen Lehren der Inflation nicht bloß negativ, sondern ließen die Erkenntnisse herausstellen, daß die Stabilisierung der Wirtschaft, die Vermeidung allzu jäher Kurven der Konjunkturbewegung ein ebenso wichtiges Ziel der Währungs- und Kreditpolitik sein müsse wie die Stabilität der Währung selbst.

3. Die dritte Periode kann durch die vollzogene Stabilisierung, durch den wachsenden Kampf der europäischen Notenbanken um die Auffüllung ihrer effektiven Goldbestände, durch die Wirkungen der amerikanischen Börsenhausse und durch die Gründung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich gekennzeichnet werden.

Die währungs- und kreditpolitischen Lehren dieser drei Etappen können an Hand der Problematik des Keynesschen Werkes folgendermaßen zusammengefaßt werden: Die Inflation hat zunächst zur vollkommenen Entthronung des Goldes geführt in dem Sinne, daß sie die inflatorische Kreditschöpfungsmacht des Staates und der Zentralnotenbanken als grundlegende geldtheoretische Tatsache herausstellten.

Die formelle quantitätstheoretische Gleichung[25], wonach das Preisniveau in geradem Verhältnisse zur Menge des Bargeldes steht und in umgekehrtem Verhältnisse zur Zahl der Verbrauchseinheiten, deren Gegenwert von der Bevölkerung in Form von Bargeld und in Form von Bankguthaben gehalten wird, wurde während der Inflationsjahre einem jeden Laien geläufig.

Wenn wir nun zur konkreten Analyse der Diskontpolitik der Ungarischen Nationalbank übergehen, so müssen wir vor allem vier Momente voneinander trennen. Die auf die Kreditpolitik bezüglichen Daten des Notenbankstatuts, in erster Linie die Gestaltung des Wechselbestandes, zeigt eine verschiedenartige Entwicklung, je nachdem wir sie aus dem Gesichtspunkt der allgemeinen Trendlinie, der saisonmäßigen Schwankungen, der Schwankungen des Konjunkturzyklus und der strukturellen Änderungen der ungarischen Wirtschaft betrachten. Berücksichtigen wir eine einfache graphische Darstellung der Entwicklung des Wechselbestandes, die allein die rohen Ziffern berücksichtigt, so werden wir folgende drei hauptsächlichen Entwicklungstendenzen wahrnehmen:

1. Der Wechselbestand der Ungarischen Nationalbank hat in den vier Jahren von 1925 bis Ende 1928 stetig zugenommen, und zwar in dem Maße, daß er im Vergleich mit dem Tiefpunkte des Jahres 1925 fast vervierfacht wurde.

2. Jedes Jahr zeigt eine spezielle Wellenbewegung, die darin besteht, daß der Wechselbestand im Herbste stark zunimmt, am 31. Oktober und zum Ende des Jahres das Maximum erreicht, um in den Frühlings- und Frühsommermonaten auf das Minimum zurückzugehen. Dies hängt mit dem agrarischen Charakter des Landes, namentlich mit dem Kreditbedarf der Ernteverwertung zusammen, für deren Zwecke die Landwirtschaft in gesteigertem Maße den Kredit der Nationalbank in Anspruch zu nehmen gezwungen ist, als dies vor dem Kriege geschah.

3. Schließlich zeigt das Graphikon des Wechselbestandes nach einer ziemlich stetigen Aufwertsentwicklung in den Jahren 1925

---

[25] Über formelle und materielle Quantitätstheorie vgl. Palyi, Ungelöste Probleme der Geldtheorie, in: „Die Wirtschaftswissenschaft nach dem Kriege".

und 1926 einen jähen Aufstieg in dem Jahre 1927 und eine zweite, weniger steile, aber noch immer entschiedene Zunahme in dem Jahre 1928, um im Jahre 1929 einer schwankenden Wellenbewegung Platz zu geben, die sich im Durchschnitt allerdings auf der in den beiden Vorjahren erreichten Höhe hält.

4. Dieser jähe Aufstieg kann zwar als eine spezifische konjunkturelle Krediterweiterung gedeutet werden, doch hing sie zweifelsohne auch mit den strukturellen Änderungen der ungarischen Volkswirtschaft zusammen, die sich in aller Stille schon in den vorhergehenden sechs Jahren vollzogen haben, ohne eine entsprechende kreditpolitische Berücksichtigung gefunden zu haben. Wir meinen darunter die Veränderungen, die durch die anwachsende Industrialisierung, durch die infolge des Trianoner Vertrags verursachte Anpassung an das verringerte Absatzgebiet, wie auch durch die Inflation verursacht worden sind.

Die Kreditpolitik der Ungarischen Nationalbank war im wesentlichen von zwei Gesichtspunkten geleitet: von der Rücksicht auf die währungspolitische Situation und auf die Konjunkturgestaltung. Während in Ländern mit einer unangreifbaren Währungsreserve, wie etwa in den Vereinigten Staaten oder England, in der Kreditpolitik oft die konjunkturpolitischen Erwägungen im Vordergrunde stehen, erforderte der Übergang von den schwankenden Währungssystemen zur Goldwährung in Mitteleuropa und namentlich in Ungarn vielfach, daß die Notenbankleitungen die Rücksichten auf die Wirtschaftskonjunktur hinter den währungspolitischen Erwägungen zeitweilig zurückstellen. Besonders war die Dimensionierung der inneren Kreditrahmen je nach der Erweiterung oder Verknappung des kurzfristigen Auslandskredits von außerordentlicher Bedeutung für die Kreditpolitik der Nationalbank. Der Devisenbestand der Nationalbank, der namentlich in den ersten Jahren nach der Stabilisierung ein dem effektiven Goldbestand gleichwertiger Teil der Währungsreserve war, bildete auch die Reserve für unsere Einfuhrfinanzierung. Die Leitung der Nationalbank war stets darauf bedacht, daß kurzfristige Auslandskredite in keinem allzu großen Umfange ins Land hereinströmen, da die rasche Kündbarkeit dieser Kredite das Land bei jeder politischen oder wirtschaftlichen Teilkrise heftigen Er-

schütterungen auszusetzen drohte. So sehr auch die Nationalbank die Wichtigkeit der Kontrolle der gesamten auswärtigen Verschuldung, also auch der langfristigen Anleihen betonte, stand in erster Linie die Einflußnahme auf die kurzfristige Verschuldung in ihrem Interesse, da sie durch die entsprechende Erweiterung ihrer eigenen Kreditrahmen und durch die Diskontpolitik einem allzu reichen Einströmen der kurzfristigen Gelder einen Riegel vorschieben konnte. Die kurzfristige Verschuldung bildete auch deshalb eine der Hauptsorgen unserer Nationalbank, weil dem Geldmarkt im Wege der kurzfristigen Kredite die Möglichkeit eröffnet wurde, sich von der Kreditpolitik der Nationalbank unabhängig zu machen, was namentlich im Augenblick einer Vertrauenskrise außerordentliche Gefahren für die Währung in sich barg.

Die Kreditpolitik der Ungarischen Nationalbank kann in den letzten viereinhalb Jahren in vier Perioden eingeteilt werden.

1. Die erste Periode dauerte während der zweiten Hälfte des Jahres 1924.

2. Die zweite Periode lief während des Jahres 1925 und war durch eine milde Umstellungskrise gekennzeichnet.

3. Die dritte Periode erstreckt sich auf das Jahr 1926 bis zum Frühling 1927, in welcher Periode die mehrmalige Herabsetzung der offiziellen Diskontrate sich auswirkt und die Kreditrahmen allmählich erweitert.

4. Die Jahre 1927 und 1928 bis zum Herbst 1928 sind Jahre der Konjunktur und der entscheidenden Krediterweiterung, sowohl was die inneren Kreditrahmen, als auch was die lang- und kurzfristigen Auslandskredite betrifft.

Eine nähere Analyse dieser vier Perioden zeigt folgendes Bild der Kreditdynamik der ungarischen Wirtschaft: Als die Ungarische Nationalbank im Juni 1924 ihre Tätigkeit aufnahm, fand sie einen Geld- und Kapitalmarkt vor, der sich unter Einwirkung der Inflationswirtschaft noch im Stadium der vollkommensten Auflösung befand. Während der Inflationsjahre stand der ungarischen Wirtschaft zwecks kommerziellen Kredits fast ausschließlich das Königlich Ungarische Noteninstitut zur Verfügung, und dieses konnte den stets wachsenden Kreditbedarf der Wirtschaft nur vollkommen un-

genügend befriedigen. Diese ungenügende Deckung des Kreditbedarfs macht sich dann nach der Gründung der Nationalbank in außerordentlichen Forderungen geltend. Die Notenbank wollte zwar die Produktion mit Kredit unterstützen, aber nur mit Rücksicht auf die Kaufkraft des Geldes. Die Kreditnachfrage wurde besonders groß, als auch die Landwirtschaft vom Notenbankkredit Gebrauch machte.

Da die Nationalbank das rohe Mittel einer direkten Kreditrestriktion nicht verwenden wollte, griff sie um Begrenzung des Kreditvolumens zur Diskontsatzerhöhung. So wurde dann der Diskontsatz am 17. September 1924 von 10% auf 12¼% erhöht. Trotz dieser Maßnahme waren die Kreditansprüche so groß, daß das Wechselportefeuille von 1,324 Milliarden Papierkronen am 24. Juni auf 1,976 Milliarden Papierkronen am Ende des Jahres 1924: d. h. von 100% auf 151% stieg. Am 24. Juni 1924 bestand der Wechselbestand der Notenbank zu 80,1% aus Budapesterwechsel und nur zu 19,9% aus Provinzwechsel: dagegen bestand er am Ende desselben Jahres nur mehr zu 69,3% aus Budapester- und zu 30,7% aus Provinzwechsel, d. h. der Budapester Wechselbestand stieg von 100 auf 124,9% und der Provinzwechselbestand von 100 auf 257,9%. Dabei betrug der Wechselbestand nur 30% des gesamten Notenumlaufs. Die Provinzwechsel waren meistens rein landwirtschaftliche Betriebswechsel.

Die Steigerung des allgemeinen Preisniveaus hat im Jahre 1924 nicht die Zunahme der Geldmenge verursacht; zwei andere Momente sind dafür verantwortlich: 1. Das allgemeine Preisniveau war damals in Ungarn niedriger als in den anderen Ländern, und so hat er sich allmählich dem Auslande angepaßt. 2. Psychologische Momente haben auch zur Steigerung des Preisniveaus beigetragen. Warum die Volkswirtschaft im Jahre 1924 so unbegrenzt die Notenbankkredite in Anspruch nahm, und warum die Notenbank so viel Wechselkredite gewährt hat, darüber sagt Schober[26], Generaldirektor der Ungarischen Nationalbank, folgendes:

---

[26] Vgl. Artikel im „Pester Lloyd", 18. 1. 1925: Die Notenbank im Jahre 1924.

„1. Die allgemein bekannte und empfundene Kapitalsnot in Ungarn nötigt weite Kreise des Wirtschaftslebens, die Nationalbank noch immer als Kreditquelle zu betrachten, und unter der Devise der Produktion wurden und werden an die Nationalbank Kreditansprüche gestellt, die nach gesunden Notenbankprinzipien nicht zu ihr gehören, jedoch in ihrer Gänze nicht ohne Gefahr abgewiesen werden können.

2. Der bedauerliche Umstand, daß der von den Geldinstituten in Rechnung gebrachte Zinsfuß den offiziellen Bankzinsfuß noch immer bedeutend übertrifft, ja sogar sich oft auf ein Mehrfaches der Bankrate erstreckt, zwingt weite Kreise, die sonst die Befriedigung ihrer legitimen Kreditbedürfnisse bei den Geldinstituten gefunden haben, sich unmittelbar an die Nationalbank zu wenden.

Die Ungarische Nationalbank war und ist bestrebt, diese Anomalien im Kreditleben abzuschaffen oder wenigstens zu lindern, und sie hat es an diesbezüglichen, an die Geldinstitute gerichteten ernsten Ermahnungen nicht fehlen lassen. Das Resultat dieser Interventionen ist auch nicht ausgeblieben, wenn diese auch noch nicht jene Zustände herstellen konnten, die im Interesse des Gedeihens der Volkswirtschaft erwünscht wären.

3. Die Bedürfnisse der Landwirtschaft, verursacht durch das schlechte Ergebnis der Getreideernte, die durch den glänzenden Ertrag an Zuckerrüben usw. gemildert worden sind, hatten eine gesteigerte Inanspruchnahme der Nationalbank seitens der landwirtschaftlichen Kreise zur Folge."

Wenn der Kreditrahmen derart erweitert wurde, so scheint ihm im folgenden Jahre (1925) eine Reaktion eingetreten zu haben. Der Wechselbestand nimmt von 156 Millionen auf 110 Millionen Pengő Mitte des Jahres 1925 ab, um auch Ende des Jahres 1925 erst 134 Millionen Pengő zu betragen. Aber selbst die Zunahme des Wechselportefeuilles im Laufe der letzten Monate bedeutet keine Kreditexpansion, da die stärkere Inanspruchnahme der Notenbank mit der Übertragung der Postsparkassa-Gelder von der Geldinstituts-Zentrale auf die Nationalbank zusammenhängt. — Die Nationalbank darf indessen nicht wegen einer deflationistischen Politik beschuldigt werden, denn einerseits beherrschte das Wirtschaftsleben eine derart

depressionistische Tendenz, daß trotz mehrmaliger Diskontsatzherabsetzung der Wechselportefeuille geringer geworden ist; anderseits, wenn auch die Nationalbank eine Krediteinschränkung vorgenommen hat, wie das vielfach behauptet wird, so sprechen dafür mehrere Gründe: Das Jahr 1925 kann eigentlich als die Hauptperiode angesehen werden, in der die Schöpfungen der Inflationskonjunktur aus dem ungarischen Wirtschaftsleben ausgeschieden wurden. Die Krediteinschränkung führt bekanntlich zur Aufwertung der Löhne und der Beamtengehälter[27] und so zur Stärkung der Kaufkraft breiter Massen, und dies war vom Gesichtspunkt des Gelingens der Sanierung, namentlich der Sanierung des Staatsbudgets, von außerordentlicher Bedeutung: die Erhöhung der Kaufkraft der Beamtengehälter (von nomineller Erhöhung konnte keine Rede sein) wie auch der bedeutende Beamtenabbau, der erfolgen mußte, wurden dadurch erleichtert. — Diese Krise muß also als eine Gesundungs- und Selektionskrise aufgefaßt werden, die keinesfalls von der Nationalbank hervorgerufen wurde; es mag wohl sein, daß die Nationalbank einerseits zur Krise der Wirtschaft beigetragen hat, anderseits aber hat sie durch die Stärkung der Kaufkraft der Massen die Grundlagen zur Überwindung der Depression geschaffen. — Die Leitung der Nationalbank hatte die außerordentlich heikle Aufgabe, einerseits auf den allmählichen ständigen Abbau der Zinssätze durch die dreimalige Herabsetzung der Bankrate am 27. März von 12,5 auf 11%, am 27. Mai auf 9%, endlich am 22. Oktober auf 7% zu drängen, anderseits die Flüssigkeit des Marktes durch die scharfe Selektion bei der Kreditgewährung zu beschränken und auf die enge Sphäre der Geldnehmer erster Bonität zu begrenzen. Der Großhandelsindex, der vom Juni 1924 bis Dezember 1924 von 120 auf 160 gestiegen ist (1913 = 100), fällt während des Jahres 1925 bis Frühling 1926 unaufhörlich und erreicht Ende 1925 130, zu Beginn 1926 wieder 123.

Die vorsichtige Kreditpolitik der Nationalbank erwies sich bereits zu Beginn des Jahres 1926 als außerordentlich klug und geboten, da im Zusammenhang mit der Frankenfälschungsaffäre und den

---

[27] Vgl. Keynes, op. cit. Zur Dynamik der Deflation, ferner Rist, Die Deflation.

Schwierigkeiten des Viktoria-Mühlen-Konzerns sich eine Vertrauenskrise ergab, die zum raschen Abströmen der kurzfristigen Auslandsgelder und infolgedessen zum Abfluß des Devisenvorrats führte. Der Metallschatz der Bank ging von 260 auf 230 Millionen Pengő vom Januar bis Mitte April zurück, was zur entsprechenden Verringerung des Notenumlaufs von 630 auf 560 Millionen Pengő führte. Um eine jähe inländische Kreditkrise zu vermeiden, erweiterte die Nationalbank den Wechselkredit auf 170 Millionen Pengő. Diese Erschütterung des Vertrauens ließ jedoch der Leitung der Nationalbank die Erkenntnis von der Gefahr der nichtentsprechenden Anlage kurzfristiger Auslandskredite als noch klarer erscheinen. Die schlechten Erfahrungen, die mit der direkten Placierung von Kampagne- und sonstigen Krediten gemacht wurden, führten dazu, daß nun der wesentliche Teil der kurzfristigen Auslandsanleihen über die großen Depositenbanken geleitet wurde. Da diese Institute mit internationalem Kredit nur in beschränktem Maße Auslandkredit in Anspruch nahmen, konnte ihre Kontrolle als die beste Garantie der liquiden Verwendung von kurzfristigen Auslandskrediten angesehen werden.

Ein besonders glückliches Zusammenspielen von konjunkturmäßigen und saisonmäßigen Faktoren führte indessen zu einer raschen Überwindung der Vertrauenskrise des Frühjahrs. Im Jahre 1926 wies bekanntlich die gesamte Wirtschaft des Kontinents infolge des englischen Bergarbeiterstreikes die Merkmale einer Sonderkonjunktur auf, die sich auch in der ungarischen Wirtschaft auswirkte. Namentlich darin wurde Ungarn von dieser Sonderkonjunktur stärker berührt, daß während der Herbstmonate ein ungewöhnlich großer Teil der Getreideernten auf den Markt gelangte und sämtliche Agrarprodukte eine steigende Preistendenz aufwiesen. So konnte bereits im Frühjahr die Vertrauenskrise als durch die günstigen Momente der sonstigen Wirtschaftsentwicklung überkompensiert angesehen werden, vom Frühsommer an stiegen wieder Metallschatz und Notenumlauf, und in der letzten Augustwoche entschloß sich die Notenbankleitung zur Herabsetzung der Diskontrate von 7% auf 6%. — Die Ungarische Nationalbank begründete diese Maßnahme in ihrem Wirtschaftsbericht für das Jahr 1926 folgendermaßen:

„Wiewohl wir jene Erscheinungen, die eine lebhafte Einschaltung Ungarns in den internationalen Kreditverkehr bezeugen, mit größter Befriedigung registrieren, und wie sehr wir es auch als außer Zweifel stehend betrachten müssen, daß wir nach den Verwüstungen des Krieges und der Inflation zur Wiederherstellung und zum Ausbau unserer Produktionsorganisation die Unterstützung des ausländischen Kapitals benötigen, dürfen wir doch zwei einschränkende Erwägungen nicht unbeachtet lassen, deren Geltendmachung unseren Kapitalverkehr mit dem Auslande in gesündere Bahnen zu lenken geeignet ist. Die eine Erwägung ist die, daß die Steigerung des nationalen Wohlstandes, die mit Hilfe ausländischen Kapitals erzielt wird, größer sei als die Last, welche aus der Verschuldung infolge Aufnahme von Darlehen für das Land erwächst. Auch muß der Umstand, daß die noch immer hohe Zinsenlast der ausländischen Kredite mit der Rentabilität zahlreicher Produktionszweige nicht im Verhältnis steht, zur Vorsicht mahnen. Die andere Erwägung ist die der Notwendigkeit einer Kontrolle der Geldzirkulation im Interesse der Stabilität der Währung. Die in großen Beträgen und kurzen Intervallen erfolgende Inanspruchnahme ausländischen Kredits kann ein Zuströmen der aus solchen Krediten herrührenden ausländischen Zahlungsmittel zur Notenbank und ein Anschwellen des Notenumlaufs zur Folge haben, während andererseits durch plötzliche Abberufung kurzfristiger Kredite eine gewaltsame Verminderung des Notenumlaufs eintreten kann. Unter den gegenwärtigen Verhältnissen, wo die infolge der im internationalen Verkehr und im praktischen Funktionieren der Geldsysteme eingetretenen Beschränkungen des Preismechanismus und die freie Goldbewegung zwischen den einzelnen Staaten als selbsttätige Regler des Geldverkehrs nicht zur Geltung gelangen, kann die Diskontpolitik in erhöhtem Maße als eines jener Mittel betrachtet werden, die geeignet sind, den schädlichen Folgen übermäßiger Inanspruchnahme ausländischen Kredits vorzubeugen. Diese Erwägung kam in dem am 25. August des Jahres 1926 gefaßten Diskontermäßigungsbeschluß der Bank zum Ausdruck, wodurch die Bankrate von 7% auf 6% herabgesetzt wurde.

Dem Zweck der Regelung der Inanspruchnahme ausländischen Kapitals dient nebst der Diskontpolitik auch jener, im Monat Sep-

tember des Jahres 1926 gefaßte Beschluß des Ministerrats, wonach öffentliche Körperschaften ausländische Darlehen nur mit Genehmigung des Finanzministers, der diese im Einvernehmen mit dem Präsidenten der Ungarischen Nationalbank erteilt, aufnehmen dürfen." —

Auch in Deutschland wurde kurz vorher der Diskontsatz auf 6% erniedrigt. In dieser Maßnahme der Ungarischen Nationalbank konnte mit Recht ein mutiger Schritt in der Richtung der Politik der entschiedenen Krediterweiterung[28] erblickt werden. Diese Diskontermäßigung war eine Maßnahme der bewußten und absichtlichen Kreditschöpfungspolitik und bezeichnet den Beginn der dritten Periode der ungarischen Kreditpolitik, von der wir oben sprachen. Sie führte zur Erweiterung des Wechselbestandes, der von der zweiten Septemberwoche an parallel mit der Zunahme des Metallschatzes und des Notenumlaufs sich ständig erhöhte und von 170 auf 220 Millionen Pengő stieg.

Die Zunahme des Bankstatuts und namentlich des Wechselbestandes setzte sich im Jahre 1927 weiter fort und erreichte die stärkste Vermehrungsrate seit dem Bestehen der Bank. Der Wechselbestand stieg von 180 auf 320 Millionen Pengő, während der Metallschatz sich ziemlich gleichmäßig um 280 Millionen Pengő herum bewegte und erst zu Ende des Jahres auf 310 Millionen Pengő anstieg. Der Bankleitung gelang also dieses ausgesprochene Jahr des ungarischen Konjunkturaufschwunges ohne ein allzu heftiges Einströmen kurzfristiger Auslandskredite zu finanzieren. Andererseits zeugte es von der Befestigung des ungarischen Kredits im Auslande, daß trotz der Anspannung der internationalen Kreditmärkte im Herbste, die im Oktober zu einer Erhöhung des Deutschen Reichsbankdiskonts von 6 auf 7% führte, bei uns keine Kündigungen von kurzfristigen Auslandskrediten erfolgten, und die Nationalbank diese Kreditspannung überwinden konnte, ohne die Diskontrate erhöhen zu müssen. Bei dem Festhalten an der relativ niedrigen Diskontrate war für die Nationalbankleitung in erster Linie eben der Gesichtspunkt maßgebend, daß kurzfristige Valutakredite von 5¼—5½% nach Ländern, die guten Kredit genossen, reichlich angeboten wurden,

[28] Vgl. Vágó-Kemény, Die Volkswirtschaft Ungarns im Jahre 1926. Budapest 1927. Verlag des Pester Lloyd.

so daß im Falle die Nationalbank ihre Rate erhöht und dadurch die Zinsspanne zwischen den Valutakrediten und ihrer eigenen Rate erweitert hätte, ein großer Teil der ungarischen Anleihesucher wahrscheinlich ausländische Kredite in Anspruch genommen hätte. Die Bankleitung sah überdies den Konjunkturaufschwung dieses Jahres als durchaus gesund an und sah keinen Anlaß zur Einschränkung der zusätzlichen Kredite, die in diesem Jahre zweifelsohne geschaffen wurden. Daß diese Grundauffassung richtig war, davon zeugt auch der Umstand, daß das ungarische Preisniveau keine wesentlichen Abweichungen vom internationalen aufwies und der Privatdiskontsatz ebenfalls mit der Tendenz des internationalen Geldmarktes Schritt hielt. Eine Folge der Kreditpolitik der Nationalbank war, daß der Kapitalbedarf der sich im Aufschwung befindlichen Wirtschaft stärker zunahm als die Möglichkeiten seiner Befriedigung, so daß der Privatdiskont bereits im Frühsommer zu steigen beginnt und sich bis zum Herbste von 7 auf 8% erhöht. Der Großhandelsindex steigt besonders in der ersten Hälfte des Jahres, doch verlangsamt sich die Preishausse in der zweiten Hälfte, um von da ab einer allmählichen Aufwärtsbewegung stattzugeben.

Die Situation hält prinzipiell auch im folgenden Jahre an, doch zeigen sich in dessen zweiter Hälfte bereits die Symptome einer Wendung. Der Wechselbestand bleibt in der ersten Hälfte des Jahres ziemlich stationär, um in der zweiten Hälfte wieder jäh anzusteigen. Die Leitung der Nationalbank hielt nicht nur an dem 6%igen Diskontsatz fest, sondern erweiterte im Juni sogar den Kreditrahmen der Provinzfilialen. Nur als die Sätze auf dem internationalen Geldmarkte anzogen, war auch die Leitung der Notenbank gezwungen, ihren Satz im Oktober wieder von 6 auf 7% zu erhöhen. Diese Erhöhung wurde notwendig, da in diesem Herbste, nicht wie im vorigen, der 7%ige Diskont Deutschlands zum Abströmen kurzfristiger Auslandskredite bzw. Ablenkung solcher Kredite führte. Da die Zunahme der Devisenreserve, die im Spätsommer sonst stets einzutreten pflegte, diesmal ausblieb, verschlechterte sich das Deckungsverhältnis, und die Erhöhung der Diskontrate wurde unvermeidlich. Wie geeignet der Zeitpunkt für die Diskonterhöhung gewesen war, zeigt auch der Umstand, daß der Abschluß der Konjunkturperiode, den sie

anzeigte, ohne Erschütterungen vor sich ging, und die Wirtschaft vom Zustand des Konjunkturaufschwungs fast unmerklich in den der Stagnierung hinüberglitt. Darin äußerte sich die weise Dosierung, mit der die Notenbankleitung ihre währungspolitischen und konjunkturpolitischen Zielsetzungen, die wir einleitend schilderten, zu vereinen verstand.

Entwicklung der Deckungsreserve[29] der Ungarischen Nationalbank von 1924 bis 1928

(in Tausenden Pengő)

Zeitpunkt	Gold und Silber	Devisen und Valuten	Anteil des Goldes am Metallbestand %	Gesamter Barschatz	Gesamter Barschatz in Verhältniszahlen %	Statutenmäßiges Deckungsverhältnis (effektives und virtuelles). Banknotenumlauf in Prozenten
30. Juni 1924	20 547	54 444	28	75 043	100,0	45,70
31. Dez. 1924	43 772	154 668	—	198 358	264,3	53,80
31. Dez. 1925	60 225	207 025	22	267 243	299,0	56,46
30. Juni 1926	122 050	117 211	—	229 176	284,7	54,00
31. Dez. 1926	169 567	121 211	58	290 778	307,8	50,17
30. Juni 1927	189 682	73 950	—	263 632	298,5	46,40
31. Dez. 1927	197 656	114 053	62	317 505	316,9	46,41
30. Juni 1928	197 300	83 500	—	289 600	308,1	46,90
31. Dez. 1928	201 847	54 003	77	263 600	297,2	40,10

Im allgemeinen müssen wir also anerkennen, daß die Währungs- und Kreditpolitik der Ungarischen Nationalbank während der behandelten Periode für das ungarische Wirtschaftsleben viel Nützliches geleistet hat. Hätte sie anstatt einer regulierenden eine bloß konstatierende Diskontpolitik getrieben, und hätte sie den Zinsfuß möglichst hochzuhalten gesucht, so hätte die Wirtschaft nur zu teuer oder zu wenig Kredite bekommen können. Es wären kurzfristige Auslandskredite hereingeströmt, was für ein Land mit passiver Handelsbilanz nicht von Vorteil sein kann. Die Leitung der Nationalbank hatte es richtig erkannt, daß die Währung nur durch langfristige Auslandsanleihen stabilisiert und stabil erhalten werden kann. Sie

[29] Im Sinne des Artikels 85 der Statuten ist die Gesamtsumme des Notenumlaufs und der sofort fälligen Verbindlichkeiten (unter Abrechnung der Schuld des Staates an die Bank) in den fünf ersten Jahren ihres Bestandes bis zu 20% durch Metall zu decken.

hat also darnach gestrebt, daß die kurzfristigen Auslandsgelder, die ja nur die Zinsmarge auszunützen trachten, nicht hereinströmen, und daß der Zinsfuß möglichst niedrig sei, daß die Notenbank mit der Wirtschaft im engen Kontakt bleibe, und daß das Kreditvolumen möglichst weit sei. — Daß die ungarische Wirtschaft seit der Umstellungskrise des Jahres 1925, deren Notwendigkeit für die nachfolgende Konjunkturentwicklung wir nachzuweisen versuchten, keine ausgesprochene Depression mehr durchgemacht hat, war in erster Linie dieser wohl dimensionierten, wohl ausgeglichenen Kreditpolitik der Nationalbank zu verdanken gewesen. —

C. Die Goldpolitik der Welt und der Ungarischen Nationalbank

a) Theoretische und allgemeine Vorbetrachtungen

Orthodoxe oder manipulierte Goldwährung

Um die Goldpolitik der meisten europäischen Staaten in der Nachkriegszeit begreifen zu können, muß man auf die Gold- und Währungspolitik der Vorkriegszeit zurückgreifen. Nur das System, das den Verfechtern der orthodoxen Goldwährungstheorie vorschwebt, nämlich das automatisch funktionierende Goldwährungssystem der Vorkriegszeit, liefert den Schlüssel auch zum Verständnis der währungspolitischen Diskussionen der Inflationszeit und der Periode der Stabilisierung. Nur die Kenntnis der Funktionierung dieses Systems läßt uns auch die korrigierte Form der Nachkriegsgoldwährung begreifen, die wir als manipulierte Goldwährung bezeichneten. Bekanntlich hat Keynes in seinem mehrfach zitierten Hauptwerk ein Währungssystem vorgeschlagen, bei dem die Goldpreise nicht mehr wie in der Vorkriegszeit ein für allemal fixiert sein, sondern wöchentlich festgesetzt werden sollten, je nachdem die Bedürfnisse der Wirtschaft eine größere oder geringere Goldreserve verlangen. Nicht das Gold, sondern eine offizielle Preisindexziffer soll der neue Wertstandard werden, dessen Wahrung das neue Ziel der Währungspolitik darstellen soll. Die Höhe des Notenumlaufs wäre dadurch vom Gold gelöst und unmittelbar abhängig gemacht vom Stande des Handels und der Industrie, von der Diskont- und der Schatzwechselpolitik. „Die Bereitschaft der Bank, Gold im betreffenden Zeitabschnitt zum

festgesetzten Satz zu kaufen bzw. zu verkaufen, würde die Dollar-Sterling-Devise in entsprechenden Grenzen stabil halten, so daß der Wechselkurs nicht mit jedem Windhauch sich ändern würde, sondern nur, wenn die Bank zu der wohlüberlegten Ansicht gelangte, daß eine Veränderung notwendig sei, im Interesse der Bewahrung der Sterlingpreise." Durch einen Ausbau dieses Systems, durch gleichzeitige Festsetzung eines Preises für Termingold, was dann eine feste Basis für den Markt in Termindevisen abgäbe, könnten weitere Schwankungen eliminiert werden. Das Gold bliebe dann eine Art von Währungsreserve für den Spitzenausgleich, zugleich auch ein Kriegsschatz. Das gesetzliche Zahlungsmittel wäre aber nicht mehr gezwungen, „allen Fahrten des Goldes und allen zukünftigen, nicht vorherzusehenden Schwankungen seiner tatsächlichen Kaufkraft blindlings zu folgen". Nach Keynes könnten auch die Vereinigten Staaten zu einer Dollarwährung an Stelle einer Goldwährung gelangen, und die übrigen anderen hätten sich bloß der Sterling- oder der Dollarvaluta anzuschließen, um eine vernünftige Währungspolitik zu befolgen.

Das System der orthodoxen Goldwährung der Vorkriegszeit

Dieses ist das Ideal Keynes[30]. Betrachten wir demgegenüber, wie zunächst das System der orthodoxen Goldwährungen funktioniert, um den Währungsautomatismus der Vorkriegszeit mit den neuen Goldwährungen der Nachkriegsperiode zu vergleichen. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts herrschte fast in allen Ländern der Erde (mit der einzigen Ausnahme Chinas) die Goldwährung. Das Gold hatte eine dreifache Funktion, es diente (von seiner industriellen Verwendung abgesehen) 1. als Mittel zum Ausgleich internationaler Zahlungen, sodann 2. zur Bildung einer Währungsreserve und schließlich 3. als Münze im Umlauf. Die wichtigste Funktion des Goldes war die einer internationalen Ware von absoluter Absatzfähigkeit, die in jedem Lande einen festen Preis durch Münzgesetz erhielt. Der Mechanismus der internationalen Goldbewegung ging nun im wesentlichen folgendermaßen vonstatten: Ist aus irgendeinem Grunde eine Aufwärtsbewegung der Preise auf dem Warenmarkte eingetreten, so wirkte diese einfuhrvermehrend und ausfuhrhemmend. Aus dieser Ent-

[30] In der Darstellung seiner Theorie haben wir uns an die Interpretation von Salin, „Die Entthronung des Goldes", Schmollers Jahrbuch, Jahrg. XLVIII, 1924, H. 1, gehalten.

wicklung der Handelsbilanz ist eine Verschlechterung der Zahlungsbilanz resultiert, was die Devisenkurse ungünstig werden ließ. Das Steigen der Devisenkurse kann nun einen Punkt erreichen, bei dem es für die ausländischen Valutaschuldner günstiger ist, Gold zu versenden, als Devisen zu kaufen. Dieser Punkt ist der Exportmetallgeldpunkt. Ist er unterschritten, so strömt Gold automatisch aus dem Lande aus, einfach infolge der Kaufkraftrelation zwischen dem Gold, das einen festen Preis hat und den übrigen Waren, die im Preise gestiegen sind. (Immer vorausgesetzt, daß es sich um eine Preisbewegung des betreffenden Landes und nicht um eine allgemeine Weltmarktpreistendenz handelt.)

Da die Kaufkraft des Goldes in betreffendem Lande gesunken ist, wird es in das Ausland geschickt, wo seine Kaufkraft noch unvermindert ist. Der Abfluß des Goldes galt nun bei dem automatischen Goldwährungssystem als ein Zeichen zur Einschränkung des Kredites, wodurch die Preise zu einer rückläufigen Tendenz gezwungen wurden. Die Preisbaisse wirkte dann durch die Handelsbilanz und die Zahlungsbilanz auf die Devisenkurse; sie begannen für das Land günstig zu werden, bis der Abfluß des Goldes aufgehalten und ein Einströmen des Goldes im Falle des Überschreitens des Importmetallgeldpunktes erreicht wurde. Wie aus dieser skizzenhaften Darstellung bereits ersichtlich, war bei diesem System die Marge der Währungsschwankungen außerordentlich gering, nur zwischen den beiden Goldpunkten konnte der Währungskurs schwanken, die durch die Münzparität und die Versendungskosten des Goldes bestimmt werden. Die Spannung zwischen Export- und Importmetallgeldpunkt betrug kein volles Prozent.

Das System dieser Zahlungsüberweisungen funktionierte nun in den Vorkriegszeiten nahezu vollständig. Die starre Begrenzung der Kursschwankungen auf einen minimalen Spielraum bewirkte, daß der Devisenmarkt auf die geringste Schwingung bereits funktionierte. Die kleinsten Oszillationen genügten schon, um ein merkliches Steigen des Angebots bzw. der Nachfrage hervorzurufen und dadurch einer Goldbewegung vorzugreifen. Die berufsmäßige Spekulation, die Arbitage in Devisen und, im Anschluß an diese, in Gold und Effekten bewirkte diesen präzisen Ausgleich.

Wenn wir nun versuchen, die internationalen Goldbewegungen in der Nachkriegszeit zu klassifizieren, so wollen wir mit Paul Einzig[31] die Unterscheidung zwischen fundamentalen und direkten Motiven machen. Die fundamentalen Motive sind die eigentlichen volkswirtschaftlichen Beweggründe, über die wir bisher berichtet haben. Einzig bezeichnet fünf solche Gründe, und zwar die Erhöhung oder den Fall des Preisniveaus unabhängig von den Veränderungen der Weltmarktpreise, die Gestaltung der Handelsbilanz, den Umfang der Zahlungsmittel, die internationalen Kapitalbewegungen und psychologische Gründe. Freilich empfindet auch er selber das Unsystematische dieser Zusammenstellung, denn er läßt die Handelsbilanz nur in dem Falle als einen Grund für Goldbewegungen gelten, in dem ein Land mit vollkommen untergrabenem auswärtigem Kredit — wie etwa Sowjetrußland — zur Deckung eines Handelsbilanzpassivums Gold exportieren muß. So kommt er zum Resultat, daß die Gestaltung der Handelsbilanz nur durch die Änderungen der Zahlungsbilanz und diese auch zumeist in der Form der Fluktuationen der kurzfristigen Verschuldung Goldbewegungen hervorruft. Da in Wahrheit die internationalen Kapitalbewegungen ebenfalls in diese Kategorie gehören, und da der Umfang der Zahlungsmittel unbedingt in Veränderungen des Preisniveaus zum Ausdruck gelangen muß, reduzieren sich die fundamentalen Gründe Einzigs auf zwei große Gruppen, auf die der Kaufkraftparitäten, d. h. der relativen Preisniveaus und der lang- und kurzfristigen Kapitalbewegungen (sowie schließlich der psychologischen Faktoren, die diese beide Gruppen in ihrer Wirkung gleicherweise verstärken bzw. abschwächen können). Interessanter und vom Gesichtspunkte der internationalen Goldbewegungen grundlegender ist die Distinktion Einzigs bezüglich der direkten Gründe der Goldbewegungen, durch die allein die fundamentalen Bewegungen zum Ausdruck gelangen. Hier unterscheidet er zwischen kommerziellen und speziellen Transaktionen. Die einen sind unmittelbar auf Gewinn gerichtet, während die anderen besondere Beweggründe haben. Kommerzielle Transaktionen sind z. B. die Verschiffung von Gold vom Produktions-

Die Goldbewegungen der Nachkriegsperiode

[31] Vgl. Paul Einzig, International Gold Movements. London 1929.

lande nach ihren Hauptmärkten, die Verschiffung von Gold vom Markte zum Konsumenten für industrielle Zwecke, die eigentlichen ausländischen Goldzahlungen und schließlich die eigentlichen Arbitragetransaktionen. Von dieser Gruppe trennt Einzig die speziellen Transaktionen, die zumeist in direkten Käufen oder Verkäufen der Notenbanken auf dem freien Markte bestehen. Diese Gruppe der Goldbewegungen ist namentlich die, die für unsere Betrachtung der vorwiegenden Unterschiede der Goldwährung in der Vor- und Nachkriegszeit vom Interesse sind. In der Vorkriegszeit war die Manipulierung des Diskontsatzes das hervorragendste Mittel einer Notenbank, ihre Goldpolitik zu beeinflussen. War sie besonders bestrebt, ihre Goldreserve zu erhöhen, so ermutigte sie den Goldzufluß durch künstliche Mittel, durch Goldprämien oder sonstige Begünstigungen. Seit dem Krieg waren indessen die Notenbanken bestrebt, ihre Goldreserven binnen kürzester Zeit auf den größten Umfang zu bringen. Da viele der europäischen Notenbanken keine Goldwährung hatten, standen ihnen die üblichen Mittel der kommerziellen Transaktionen nicht zur Verfügung. Auch hätten diskontpolitische Maßnahmen in Ländern, in denen die Goldreserve über dem gesetzlichen Minimum stand, Proteste von seiten der Wirtschaft hervorgerufen. So zahlten die Notenbankleitungen lieber einen höheren Preis auf dem offenen Markte und kauften Gold auf freiem Markte in direktem Wege. Die größten Diskussionen haben in dieser Beziehung die Goldankäufe der Banque de France in den Jahren 1927 und 1928 hervorgerufen. Im Jahre 1927 bestand das Ziel der französischen Goldankäufe in London darin, eine Versteifung des Geldmarktes hervorzurufen und solcherart die englische Haussespekulation in Franken niederzubrechen. Später traten aber immer mehr prestigepolitische Gründe der französischen Goldkäufe in den Vordergrund. Prestigepolitik ist aber außerökonomisch, unberechenbar, und stört die Gesetzmäßigkeit der goldpolitischen Tendenzen auf den internationalen Geldmärkten durch plötzliche Eingriffe.

Der Hauptunterschied: die speziellen Transaktionen

Den hervorragendsten Unterschied zwischen der Goldwährung der Vorkriegszeit und der Nachkriegsperiode erblicken wir nun in dem Überhandnehmen dieser speziellen Transaktionen, die geeignet sind, den automatischen Charakter der Vorkriegsgoldwährung schwer zu

beeinträchtigen. Sie sind es, die es als keine Übertreibung erscheinen lassen, wenn wir im Gegensatz zur automatischen Goldwährung der Vorkriegszeit von einer manipulierten Goldwährung in der Nachkriegsperiode sprechen. Das hervorstechendste Merkmal der Vorkriegsgoldwährung war das Prinzip der Laissez-Faire der Goldbewegungen. In vollkommen unbeeinflußter Weise konnten sich die natürlichen Tendenzen der Wirtschaft auswirken, wobei der Goldabfluß oder Goldzufluß als Symptome von Wirtschaftstendenzen angesehen worden sind, die im Wege der Diskontpolitik selbsttätig ihre eigenen Gegentendenzen hervorriefen. In der Nachkriegszeit war die Rückkehr zur Goldwährung an sich schon für die meisten Länder eine Aufgabe, die nicht mit den regulären selbständigen Mitteln der Gold- und Diskontpolitik vollzogen werden konnte und dies um so weniger, als ja der Automatismus der Goldwährung nicht nur in den Ländern mit Papierwährung, sondern auch in dem einzigen Goldwährungslande der Nachkriegszeit, in den Vereinigten Staaten — wenn auch aus anderen Motiven —, weitgehend beschränkt war. Auch nach der Rückkehr der europäischen Länder zur Goldwährung wirkten die Verhältnisse der Inflationswirtschaft noch eine Zeitlang nach. Das erste europäische Land, das zur Goldwährung zurückgekehrt ist, Schweden, sah es als ratsam an, ein Goldeinfuhrverbot aufrechtzuerhalten, um solcherart eine Wiederholung der Inflation infolge unerwünschter Goldzuflüsse zu verhindern. Andere Länder, wie Holland und Dänemark, haben das Prinzip der Reziprozität hinsichtlich ihrer Goldexporte angenommen. Sie ließen den Goldexport nur nach jenen Ländern zu, in denen ein freier Goldmarkt bestand. Diese Maßnahme war notwendig für kleine Länder mit relativ bedeutenden Goldbeständen, um sich von den Käufen ihrer mächtigen Nachbarn mit Papierwährung, wie es damals Deutschland war, zu schützen. Allerdings war die praktische Durchführung dieses Prinzips ziemlich schwierig, denn es ließ sich kaum verhindern, daß in Ländern, die auf dem Prinzip der Reziprozität standen, Goldkäufe von Ländern mit einem freien Goldmarkt doch auf Rechnung von Papierwährungsländern vorgenommen werden. Später, namentlich unter der Einwirkung der Goldkäufe der Banque de France, gelangte man zum Prinzip, den Umfang der spe-

ziellen Transaktionen durch Kooperation der Notenbanken, d. h. durch das Prinzip der Nichteinmischung einer Notenbank in die Einflußsphäre von anderen, einzudämmen. Im Juli 1927 fand eine Konferenz der führenden Notenbanken in Washington statt, in der vereinbart wurde, von dem Goldschatz keiner Zentralnotenbank Gold ohne deren vorherige Zustimmung abzuziehen. Diese Verständigung hat jedoch einen bedeutenden Mangel. Sie bezieht sich nur auf die speziellen Transaktionen, d. h. auf die direkten Goldkäufe einer Notenbank. Nun kann aber eine Notenbank Goldpolitik auch im Wege der kommerziellen Transaktionen treiben, indem sie z. B. die Bankrate aus speziellen Gründen hochhält. Die Motive der Diskontpolitik sind aber derart komplex, daß es außerordentlich schwer sein würde, nachzuweisen, inwieweit die Höhe der Bankrate eines Landes überwiegend durch goldpolitische oder durch innere, konjunkturpolitische Maßnahmen bedingt ist.

Solange nun die Kooperation der Notenbanken keine Mittel finden kann, um spezielle Transaktionen auf ein so beschränktes Gebiet, wie nur möglich, zu lokalisieren, wird es notwendig sein, stets zwischen Goldbewegungen mit automatischem und zwischen solchen mit speziellem Charakter zu unterscheiden. Diskontpolitische Maßnahmen werden wohl nur in dem Falle am Platze sein, wenn automatische, d. h. durch fundamentale Wirtschaftstendenzen hervorgerufene Goldbewegungen eintreten. Wenn indessen spezielle, d. h. unvorhergesehene, in ihren Wirkungen, wie in ihrem Umfang kaum berechenbare Eingriffe in den Goldschatz einer Notenbank wahrnehmbar werden, so wird sich die betreffende Notenbankleitung wohl hüten müssen, durch diskontpolitische Maßnahmen die natürlichen Tendenzen der Wirtschaft zu stören, und wird bestrebt sein müssen, der Wirkung dieser speziellen Bewegung mit anderen Mitteln, als denen der traditionellen Gold- und Devisenpolitik entgegenzutreten. So hat auch der Artikel 8 der Currency and Bank Notes Act vom Jahre 1928 der Bank of England ermöglicht, der deflatorischen Wirkung eines abnormalen Goldabflusses im Wege der Erhöhung der „Fiduciary issue" während einer höchstens sechsmonatigen Periode zu begegnen. Hierdurch wird erreicht, daß die Notenbankleitung die Wirkung dieser speziellen Goldabflüsse paralysiert und die Wirtschaft

von Erschütterungen plötzlicher und nicht gesetzmäßiger Natur bewahrt.

Das Gold als Währungsreserve in der Nachkriegszeit.

Wir haben bisher aufzuzeigen versucht, daß sich der Charakter der Vorkriegsgoldwährung infolge der Manipulierungsnotwendigkeiten der Nachkriegszeit in vieler Hinsicht bedeutend verändert hat. Wir haben aber darin vorwiegend die internationalen Goldbewegungen mit Aufmerksamkeit verfolgt, die Rolle des Goldes als internationalen Zahlungsmittels betrachtet. Wir wollen uns nun dem Golde vom innenwirtschaftlichen Aspekte, also seiner Funktion als Währungsreserve und als eventuellem Umlaufsmittel zuwenden. Wir wollen zunächst zwischen Goldumlaufs- und (Goldbarren-) Golddevisenwährungssystemen unterscheiden. Die Goldumlaufswährung war das herrschende System der Vorkriegszeit. Hier funktionierte das Gold nicht nur als Deckungsmittel für den Banknotenumlauf, sondern es befand sich im Lande im freien Verkehr als Münze. Die Banknoten waren von der Zentralbank jederzeit gegen Goldmünzen umzutauschen. Die Goldumlaufswährung wurde nun in den meisten europäischen Ländern durch die Aufhebung der Barzahlungen außer Kraft gesetzt. Das Gold ist aus dem Umlauf verschwunden, ist eingezogen oder thesauriert worden. Das Verschwinden des Goldes aus dem Verkehr hatte indessen einen doppelten Charakter. Es beschränkte sich nicht bloß auf Länder mit einer zerrütteten oder von der Inflation verwässerten Währung, sondern trat auch in Ländern von so hochentwickelter Finanzorganisation und solch strotzendem Goldschatz ein, wie in den Vereinigten Staaten. In den Vereinigten Staaten geht das für den Umlauf verfügbare Gold nicht von Hand zu Hand, sondern ist beim Schatzamt gegen Goldzertifikate hinterlegt. Das Schatzamt ist nicht berufen, irgendwelches eigenes Ermessen in der Sache anzuwenden, es empfängt das Gold und bewahrt es auf, und es sind dabei die umlaufenden Goldzertifikate dem aufbewahrten Golde genau gleich. Solange der Bedarf sich auf Gold für innere Zahlungen richtet, gehen die Zertifikate von Hand zu Hand und bleiben ausständig. Sobald aber Gold zum Export gebraucht wird, werden die Zertifikate vorgelegt und das Gold entnommen[32].

[32] Vgl. Hawtrey, Currency and Credit. Chapter V.

Das Verschwinden des Goldes aus dem Umlauf kann daher sowohl in dem ausgesprochenen Mißtrauen der Bevölkerung zur Währungspolitik bzw. zur Einlösungswahrscheinlichkeit als in dem absoluten Vertrauen zu den Währungsreserven der Zentralnotenbanken liegen. Der Unterschied ist folgender: im ersten Falle werden die Goldmünzen aus dem Umlauf verschwinden und thesauriert, d. h. der Verfügung der Zentralnotenbank entzogen, während sie im zweiten im Gegenteil bei der Zentralnotenbank konzentriert werden. Immerhin ist in der Währungsgesetzgebung der Nachkriegszeit die Aufnahme der Barzahlungen als theoretisches Ziel auch der meisten Golddevisenländer kodifiziert worden. Diese Zielsetzung wurde von namhaften Theoretikern, unter anderem von Albert Hahn einer scharfen Kritik unterzogen. Die Einlösungsverpflichtung der Zentralnotenbank stellte er als eine unaufrichtige und undurchführbare Maßnahme ein[33].

„Wird ... aus irgendwelchen Gründen" — schreibt er hier — „von vielen oder gar — wie es in derartigen Fällen von Krisen und Panik fast stets geschieht — von der überwiegenden Mehrheit der Noteninhaber versucht, das Recht auf Einlösung der Noten in Gold tatsächlich zu realisieren, dann muß jede Zentralnotenbank unter allen Umständen zur Einstellung ihrer Zahlungen — wenn man diesen Ausdruck hier gebrauchen kann — schreiten. Denn eine Zentralnotenbank als die „Bank der Banken" kann nicht von irgendeiner anderen Stelle der Volkswirtschaft das Gold zur Einlösung des nicht bargedeckten Teiles ihrer Noten heranschaffen, weil sie selbst, was den Metallvorrat anlangt, gerade die letzte Reservestelle für die Volkswirtschaft ist und sich daher anderwärts keine nennenswerten Edelmetallvorräte befinden." Und ferner: „Hieraus ergibt sich, daß tatsächlich die Einlösung der Noten in Gold zu Zwecken der Aufrechterhaltung des Geltungsbereiches der Noten nur formell möglich ist. Denn sie ist es immer nur dann, wenn sie nicht begehrt wird, wird aber sofort unmöglich, wenn sie verlangt wird, weshalb natürlich auch der zur Ermöglichung der Einlösung vorrätig gehaltene Metallschatz insoweit überflüssig ist. Die Einlösung ist aber auch — wie

[33] Vgl. Hahn, Goldvorteil und Goldvorurteil.

die Erfahrung zeigt — gar nicht mehr erforderlich. Denn sobald ein Zahlungsmittel einmal die überwiegende Bedeutung erlangt hat, wie etwa die Reichsbanknoten in Deutschland vor dem Kriege, und womöglich noch zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt wird, ist ihr Geltungsbereich gewissermaßen festgelegt. Man benötigt die Noten, da es im übrigen keine oder nur zu geringe Quantitäten von Zahlungsmitteln gibt, um überhaupt die Tauschwirtschaft aufrechterhalten zu können. Der Bedarf in diesem Geld ist so groß, seine Kaufkraft gegenüber den Gütern so fest verankert, daß der einzelne es nur noch wegen und im Maße dieser Kaufkraft den Gütern gegenüber und nicht mehr im Hinblick auf die Goldmenge, auf welche die Note formell lautet, schätzt."

Hahn wendet sich dann der Frage der Ausprägung von Münzen zu und begründet deren Unzweckmäßigkeit in besonders geistvoller Art. „In kritischen Augenblicken — und nur in diesen — kann es vorkommen, daß weitere Kreise der Bevölkerung die Banknote dem Golde gegenüber, auf das sie lautet — man denke nur an gewisse Vorgänge zu Beginn des Krieges —, als minderwertig betrachten. Jedermann bemüht sich, seine Noten um so eiliger in Gold zu verwandeln, als man weiß, daß im besten Falle nur ein kleiner Teil der Noten zur Einlösung kommen kann.

Da feststeht, daß in solchen Momenten die Einlösung nicht aufrechterhalten werden kann, so ist klar, daß zur Vermeidung derartiger Geldkrisen die Statuierung der Einlösbarkeit für normale Zeiten das ungeeignetste Mittel ist. Geeignete Mittel sind vielmehr gerade umgekehrt alle diejenigen Maßnahmen, die bezwecken, der Bevölkerung den Gedanken an das bessere Geld zu nehmen. Hierzu dient, daß man eine Einlösung der Noten in gemünztem Golde — der für Zahlungszwecke im Innern in Frage kommenden Form — überhaupt nicht vorsieht. Es ist nämlich klar, daß das Bestehen von Goldmünzen den Run auf die Zentralbank in kritischen Augenblicken geradezu hervorzwingt. Denn niemand sieht ein, warum der Dritte, dem der Zufall Gold statt Noten in seine Kasse gebracht hat, eine Vorzugsstellung vor demjenigen haben soll, dessen Kassenbestand aus Banknoten besteht. Es kann deshalb von diesem Gesichtspunkt aus gar nichts erwünschter sein, als wenn sich die Bevölkerung — wie

das bei uns in Deutschland, sogar in ganz Europa jetzt der Fall ist — des Goldes und des goldenen Münzgeldes entwöhnt. Diese Gewöhnung rückgängig zu machen und die Ausprägung von goldenen 10- und 20-Markstücken vorzusehen, wie es im Entwurf des neuen Münzgesetzes geschieht, erscheint deshalb vom geldtheoretischen und währungspolitischen Standpunkt als ein Rückschritt in veraltete Gedankengänge."

Die Golddevisenwährung und ihre Vorteile

Die meisten Länder, die nach dem Kriege Währungsreformen durchgeführt haben, führten die Golddevisenwährung ein. Bei diesem System kann die Notenbank ihre Banknoten auch gegen Golddevisen (z. B. Dollar oder Pfund) einlösen. Dort, wo die Goldeinlösungspflicht der Zentralnotenbank einstweilen suspendiert ist, besteht die währungspolitische Bedeutung dieses Systems darin, daß neben dem Golde auch Golddevisen als gesetzliche Deckungsmittel des Notenumlaufs vorgesehen sind. Das System der Golddevisenwährung wurde bereits von der Konferenz von Genua empfohlen und ist von Deutschland, Belgien, Italien, Österreich, Ungarn und anderen Staaten, wenn auch nur provisorisch, angenommen worden.

Der Hauptvorteil der Golddevisenwährung wurde darin erblickt, daß sie den Notenbankleitungen ermöglichte, Gold zu sparen. Hierdurch konnte der Kampf um das Gold, der in der Nachkriegszeit, insbesondere im Zusammenhang mit der Wiederauffüllung der Goldreserven ehemaliger Papierwährungsländer einsetzte, bedeutend gelindert und die Verknappung des Goldes abgeschwächt werden. Immerhin ist der Begriff der Golddevisenwährung ziemlich dehnbar, je nachdem, wie hoch der Anteil der Devisen an dem gesamten Barschatz der Notenbank ist. Man kann ein Währungssystem, bei dem ein Fünftel der Reserve aus Gold und vier Fünftel aus Devisen bestehen, ebenso Golddevisenwährung nennen, wie ein System, bei dem das Verhältnis zwischen Gold und Devisen das umgekehrte ist. (Es läßt sich auch ein allgemeiner und eindeutiger Prozeß feststellen, der zur Verringerung des Devisenanteils und Erhöhung des effektiven Goldanteils an dem Barschatze der Golddevisenwährungsländer führt.)

Der zweite Vorteil der Golddevisenwährung ist, daß sie Zins spart. Ein Hauptargument der Gegner der Golddeckungstheorie ist, daß

durch die Bindung großer Kapitalien in der Form der Goldreserve bedeutende Teile des Volksvermögens ständig unproduktiv oder genauer, unrentabel immobilisiert werden. Da die Devisenreserve eine rentable Anlage ist, fällt bei ihr dieser Einwand fort.

Die Funktionierung der Golddevisenwährung beschreibt Hawtrey[34] folgendermaßen: „Die Zentralbank macht es daher zu ihrem regelmäßigen Verfahren, einen Teil ihrer Mittel auf den Kauf von Wechseln zu verwenden, die auf ein oder mehrere ausländische Zentren zahlbar gestellt sind. Es sind dies natürlich solche Zentren, an denen die Kaufleute am wahrscheinlichsten Guthaben brauchen. Die Wechsel müssen selbstverständlich bereits akzeptiert sein, ehe man sie ankauft und müssen, wenn sie bis zur Verfallfrist im Portefeuille behalten wurden, dann zur Einlösung vorgelegt werden, infolgedessen muß die Zentralbank an dem Zentrum, auf das sie ausgestellt sind, eine Niederlassung oder einen Vertreter besitzen. Solange sie sich im Besitz der Zentralbank befinden, kann diese sie entweder an diesem Zentrum belassen oder sie zu sich nehmen. Sobald dann die Devisenkurse ungünstig werden, kann die Zentralbank auf dem Devisenmarkte auftreten und entweder die zur Zeit vorhandenen ausländischen Wechsel zum Verkauf anbieten oder selbst auf das ausländische Zentrum zugunsten der Händler Wechsel ausstellen, die dorthin die Überweisungen zu tätigen haben. Das Wesen der Einrichtung besteht immer darin, daß die Zentralbank Verfügung über Aktiva an dem ausländischen Zentrum hat. An diesem Zentrum akzeptierte Wechsel sind eine zweckmäßige Form, die solche Aktiva annehmen können, indessen würde auf Abruf oder als Einlage geliehenes oder in leicht realisierbaren Wertpapieren angelegtes Geld seinen Zweck ebensogut erfüllen. Der Besitz solcher Aktiva in irgendwelcher Form setzt die Zentralbank instand, das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt wiederherzustellen, indem sie auf Grund dieser Aktiva ausgestellte Wechsel zum Verkauf anbietet."

Und ferner: „Es werden dann ausländische Wechsel oder Guthaben ganz so wie Goldreserven unterhalten, um die Einlöslichkeit und Vollwertigkeit einer Papierwährung zu sichern, sobald dann die

---

[34] Vgl. op. cit. Chapter VIII.

Wechselkurse ungünstig werden, werden Wechsel auf ausländische Zentren verkauft und mit Währungspapiergeld bezahlt, das derart aus dem Umlauf gezogen wird. Offensichtlich hängt das ganze System davon ab, daß das Papiergeld endgültig eingezogen wird, wenn es wieder ausgeliehen wird, wird nichts zur Wiederherstellung der Wechselkurse zustandegebracht worden sein, vielmehr wird die Zentralbank lediglich inländische Aktiven an die Stelle ausländischer gesetzt haben. Wenn dagegen das einmal eingezogene Papiergeld nun auch dem Umlauf vorenthalten wird, ergibt sich daraus dieselbe Wirkung wie aus einer Goldausfuhr, die im Umlauf befindliche Kaufkraft wird um denselben Betrag vermindert, indes muß, damit eine entsprechende Verminderung auch in der Kreditmenge bewirkt werden kann, der Zinsfuß hochgehalten werden."

Nachteile der Golddevisenwährung

Aus dieser außerordentlich klaren und anschaulichen Darstellung der Dynamik der Golddevisenwährung geht aber auch hervor, worin der Hauptnachteil dieses Systems besteht. Ist die Währungsreserve nämlich auf vorwiegend zwei bis drei Golddevisen gegründet, so setzt dies eine ziemlich enge Abhängigkeit zwischen den betreffenden Staaten voraus. Das eigentliche Schulbeispiel der Golddevisenwährung stellt die indische Währungspraxis dar, und es hat wohl Keynes das indische Beispiel vorgeschwebt, als er zum Schlusse seines „Traktats" die Möglichkeit einer Anlehnung an Dollar oder Pfund für die nichtanglosächsischen Länder der Welt vorsah. Will eine Zentralnotenbank aber eine vielfältig zusammengesetzte Devisenreserve halten, so erhöht sich das Risiko, das mit eventuellen Schwankungen der in der Reserve befindlichen Devisen verbunden ist.

Ein weiterer Nachteil der Golddevisenwährung ist, daß sie eine Kreditinflation an mehreren Plätzen zugleich ermöglicht. Tatsächlich liegen die errichteten Golddevisenreserven zugunsten europäischer Plätze in London oder in New York, sie stehen also in Rechnungen englischer oder amerikanischer Banken. Deshalb besteht die Möglichkeit, daß auf Grund dieser Pfund Sterlings oder Dollars einerseits Kredite in eben diesen Währungen, andererseits aber auch in Franken, Reichsmark usw. gewährt werden.

Schließlich ist durch die Form der Devisenreserve auch die Funktion der Notenbankreserve verändert worden. Der ausländische De-

visenbedarf des Export- und Importhandels ist nun bei der Zentralnotenbank konzentriert, was auch zur Folge hat, daß der Devisenteil der Reserve sämtliche saisonmäßigen Fluktuationen des Außenhandels durchmacht. Dies ist eine der Hauptgründe, weshalb die Nachkriegsgoldwährung in stärkerem Maße manipuliert werden mußte als die Vorkriegswährungen, und dies in einem Maße, daß der automatische Charakter des Vorkriegssystems verloren ging. Dies dürfte auch der Grund sein, weshalb der Devisenteil der Reserve allmählich abgebaut wird, trotz den oben aufgezählten Vorteilen, die diesem System innewohnten.

Die Golddevisen und die Gefahr der Goldknappheit

Über die zukünftige Goldproduktion der Welt wurden schon oft Berechnungen vorgenommen und Prophezeiungen gemacht: Cassel und auch andere haben ihren Befürchtungen Ausdruck gegeben, daß die künftige Goldproduktion mit der normalen Entwicklung der Wirtschaft nicht Schritt halten würde. Joseph Kitchin, der Leiter einer der größten südafrikanischen Goldminen, der Union Corporation Ltd. London, hat im Jahre 1926 dem königlichen Komitee für die indische Währungsreform folgende Daten vorgelegt:

Monetärer Goldbedarf der Welt

(in Millionen Pfund)

Jahresende	Nötiger Vorrat	Vorhandener Vorrat	Differenz	Anstieg des nötigen Vorrats	Anstieg des vorhandenen Vorrats	Differenz
1910	1393	1454	+ 61	—	—	—
1915	1592	1736	+ 141	199	282	+ 83
1920	1819	1977	+ 158	227	241	+ 14
1925	2079	2137	+ 58	260	160	— 100
1930	2377	2305	— 72	298	168	— 130
1935	2717	2425	— 292	340	120	— 120

Kitchin schließt auf die Zukunft auf Grund von Beobachtungen, die er während der letzten 33 Vorkriegsjahre angestellt hat. Darnach hat der jährliche monetäre Goldvorrat der Welt um 2,76% zu steigen, um mit der normalen Entwicklung der Wirtschaft Schritt halten zu können. Auf Grund der obigen Berechnung, die er im Jahre 1925 aufgestellt hat, sollte der für monetäre Zwecke benötigte Goldvorrat der Welt, im Vergleich mit dem Goldvorrat von

1925 und 1930 durchschnittlich jährlich um 2,86% steigen. Der tatsächliche Goldvorrat würde aber nur um 1,57% bzw. 1,01% steigen[35]. Infolgedessen würde jedes Land mit reiner Goldwährung von einer Deflation betroffen werden. Die Jahre 1926—1928 widerlegten aber diese Prophezeiung, immerhin nur infolge einer unberücksichtigt gebliebenen Tatsache: die Goldproduktion war zwar nicht höher als vorausgesehen, aber ihre monetäre Ausnützung wurde gesteigert. Im Gegensatz zu früheren Zeiten fanden nicht zirka 40% der jährlichen Goldproduktion monetäre Verwendung, sondern (in den Jahren seit 1926) zirka 60—63%[35]. Es wäre aber spekulativ, wenn man auf Grund dieser Erfahrungen alle pessimistischen Voraussagen für unrichtig erklären würde.

Wäre es nun wirklich so, daß die jährliche Goldproduktion mit der normalen Entwicklung der Weltwirtschaft nicht Schritt hält, so kann man fragen, ob sich diesem Übel auf Grund der heutigen Währungssysteme entgegenwirken ließe. Die Antwort darauf könnte man schon auf Grund der bisherigen Erörterungen geben. Wir wollen aber hierauf der Klarheit halber noch näher eingehen.

Golddevisenwährung und goldsparende Einrichtungen

Den heute bestehenden Notenbankgesetzen, der üblichen Notenbankpolitik und bestimmten goldsparenden Einrichtungen ist ohne Zweifel eine nicht geringe Rolle zuzuerkennen. Eine sehr bedeutende Rolle hat aber besonders die Goldkern- und Golddevisenwährung gespielt, indem sie das Gold aus dem Verkehr zog. Die Zentralisierung des Goldes in den Notenbanken, die Entgoldung des Verkehrs hat die Goldknappheit zweifellos praktisch aufgehoben. Da aber dieser Prozeß schon überall vollkommen durchgeführt worden ist, so darf man für die Zukunft nicht mehr viel davon erwarten. Es läßt sich eher eine entgegengesetzte Tendenz feststellen: England, Frankreich, Deutschland, Ungarn ... usw. streben ja alle dahin, das Gold wieder dem Verkehr zuführen zu können.

Die Golddevisenwährungen zwingen die Ursprungsländer der Golddevisen zur Haltung größerer Goldreserven, um etwa plötzlich entstehenden Auslandsforderungen gewachsen zu sein. Dadurch

---

[35] Vgl. Ovári Papp, Die Reform des Notenbankwesens in England. (Ungarisch.) In: Közgazdasági Szemle. Bd. 76. Nr. 8—9.

büßen die Golddevisenwährungen viel von ihrer goldsparenden Wirkung ein.

Sehr große Goldmengen spart der an Umfang immer mehr zunehmende bargeldlose Zahlungsverkehr ein. Er hat auch schon in der Vorkriegszeit sehr günstig gewirkt. Ihm allein ist es zu verdanken, daß selbst die starrsten Notenbanksysteme aufrechterhalten werden konnten. Im Grunde genommen stellt er ja nur eine Umgehung der unelastischen Währungssysteme dar. Es ist aber eine Tendenz spürbar, daß auch diese Einrichtung bald ihre große Elastizität einbüßen wird, da die Notenbanken allmählich dazu übergehen, sofort fällige Verbindlichkeiten gleich den Noten zu behandeln, und ihnen also auch die gleichen Deckungsvorschriften aufzwingen.

Die goldsparende Wirkung der Openmarket-Operationen ist auch nicht zu überschätzen. Die Notenbank kann zwar durch An- und Verkauf von Wertpapieren und dergleichen den Umfang der Zahlungsmittel auch ohne Gold beeinflussen. Es fragt sich nur, was die Endwirkungen dieser Operationen sein werden. Da ist aber zu sagen, daß infolge solcher Operationen die Deckungsreserve sich nicht vermindert und daher die Notenbank dem infolge der Zahlungsmittelverknappung erwachsenen Bedarf der Banken entgegenkommen, d. h. ihrer eigenen Operation entgegenwirken wird. Durch den Ankauf von Wertpapieren pumpt die Notenbank zwar Noten in die Wirtschaft, aber diese Mittel werden ihren Weg zur Notenbank bald wieder zurückfinden, da die Banken ihre Schulden bei der Notenbank damit vermindern, — oder aber es wird sich das Deckungsverhältnis verschlechtern und also die goldsparende Wirkung verschwinden. Wenn aber eine Notenbank im Notfalle ihre Deckungsvorschriften ändern darf, wie dies in England der Fall ist, so gewinnt dadurch auch die Openmarket-Operation an Bedeutung[36].

Natürlich ist die wirksamste Maßnahme zur Goldersparnis die Herabsetzung des gesetzlichen Deckungsverhältnisses, was uns aber letzten Endes wieder nur zu der Auffassung führen würde, daß das Gold ganz beseitigt werden könnte.

---

[36] Vgl. Randolph Burgess, The Reserve-Banks and the Money-Market. New York & London 1927. p. 224.

Sinnlosigkeit des Deckungsprinzips

Der Sinn eines Deckungsverhältnisses bestand in Wirklichkeit nur darin, daß es der Inflation eine Schranke gesetzt hat. Das Deckungsverhältnis ist nichts anderes als eine Garantie dafür, daß in normalen Zeiten nicht mehr Noten ausgegeben werden, als es das Deckungsverhältnis erlaubt, und daß die Einlösung der Noten gesichert ist. Dieses Deckungsprinzip wird aber nur dadurch möglich, daß man die Wirtschaft und die innere Kaufkraft des Geldes von dem Zu- und Abstrom des Goldes abhängig macht. Es kann z. B. eine aufsteigende Konjunkturlinie der Wirtschaft geben, der Goldschatz der Notenbank aber sich aus irgendeinem speziellen Grunde (z. B. große Goldkäufe eines Nachbarlandes usw.) verringern, und so kann die Notenbank des betreffenden Landes in eine Lage geraten, in der sie nicht nur den gesunden Zahlungsmittelbedarf der Konjunktur nicht zu befriedigen, sondern zur Wahrung des mechanischen Deckungsverhältnisses auch den bestehenden Zahlungsmittelumlauf einzuschränken gezwungen ist.

Das Deckungsverhältnis hat mit der Zeit seine Bedeutung verloren. Es hat theoretisch keine Wichtigkeit, ob es 1% oder 90% beträgt. Von Bedeutung ist nur, daß die Notenbank die Auslandsverbindlichkeiten einer Volkswirtschaft ohne jede Störung der Notenemission und dadurch auch ohne jede Erschütterung der inneren Kaufkraft des Geldes begleichen soll. Es hängt vollkommen von den konkreten Umständen ab, ob ein größerer oder ein kleinerer Prozentsatz des Deckungsverhältnisses hierzu ausreichend ist. „Ein mathematisch berechenbares Angstminimum“[37], d. h. eine Summe, unter die die Bank ihre Reserven nicht sinken lassen dürfte, gibt es nicht. Diese Summe, bzw. das Verhältnis, in dem diese Summe zu der Höhe der Bankverbindlichkeiten stehen muß, wechselt je nach Zeit, Geschäftsgang, Grad des öffentlichen Vertrauens usw.

Die Deckungsreserve als Basis für den inneren Wert des Geldes ist, um die Worte Cassels zu gebrauchen, nicht nur eine naive und falsche Vorstellung, sondern auch eine leere Reklame[38].

---

[37] Vgl. Julius Landmann, System der Diskontpolitik. S. 100—101.

[38] Vgl. Cassel, Weltwirtschaft und Geldverkehr. Verlag F. A. Perthes AG. Gotha 1920. S. 14—16.

Wenn nun auch allmählich die Erkenntnis durchdringt, daß an Stelle des starren Deckungsverhältnisses die elastische Notenemission treten soll, wird noch immer oft behauptet, daß in der Möglichkeit der Kaufkraftschöpfung durch die Notenbanken eine Gefahr für die Wirtschaft liegt. Ich glaube, daß dies nur dann eine Gefahr darstellt, wenn am Steuerrad der Kreditmaschinerie eine schlechte Steuermannschaft steht, die die Emission nicht dem Bedarf der Wirtschaft anpaßt. Allerdings gilt dies nur für normale Zeiten. In Zeiten, wo eine force majeur, wie Krieg, Revolution usw. vorliegt, wird die Emission sich weder nach dem Deckungsverhältnis noch nach dem Bedarf der Wirtschaft, sondern nach dem Finanzbedarf des Staates richten[39]: „Der andauernde und fortwährend ansteigende Bedarf des Staates, gedeckt durch Vermehrung der Zirkulationsmittel, der keine entsprechende Gegenbewegung entgegenstand, zeitigt einen Zustand, welcher das fundamentale Merkmal einer gesunden Geldverfassung, die Anpassung des Umlaufes an das reale, im Ausmaß nach Perioden und Wirtschaftslage wechselnde Bedürfnis der Volkswirtschaft, total beseitigt. An Stelle eines elastischen Systems, wie es die Kombination von Währungsgeld mit Kreditgeld verlangt, tritt ein Zustand, in welchem nur mehr eine Bewegung nach oben, nach der Richtung einer weiteren Vermehrung der Zahlungsmittel wahrzunehmen ist. Da dieser Vermehrung nicht nur kein Zuwachs, im Gegenteil eine fortlaufende Abnahme der Güter des Wirtschaftsgebiets gegenübersteht, muß die Vermehrung nachweislich auch zur fortschreitenden Entwertung der Zahlungsmittel führen."

Im Sinne dieser Ausführungen müßte also das Deckungsverhältnis, wenn es schon aus psychologischen Gründen nicht überhaupt abgeschafft werden kann, wenigstens so elastisch als möglich eingerichtet werden, damit nicht jeder Goldabfluß oder Goldzufluß von zwangsläufigen Folgen auf die Notenemission sei. „Goldimporte führen unmittelbar und unvermeidlich zu einer Erweiterung des Gesamtkreditvolumens, wenn sie nicht durch eine entsprechende Verringerung des Federal Reserve Kredites ausgeglichen werden. Durch Goldimport hervorgerufene Erweiterung der Notenemission ist eine primäre Ex-

---

39 Vgl. Popovics, Die Ausführungen, in: „Das Geldwesen im Krieg". Verlag Holder-Pichler-Tempsky AG. Wien.

pansion. Jede spätere, durch Verwendung des Goldes als Grundlage für die Vermehrung des Federal Reserve Kredites hervorgerufene Erweiterung der Notenemission ist eine sekundäre Expansion."[40]

Das Deckungsverhältnis hat ferner noch den Nachteil, daß seine Wahrung bei dem System der „klassischen Diskontpolitik" auch den Diskontsatz bestimmt[41]: Bis zum Weltkriege waren es in erster Linie die Veränderungen des Deckungsverhältnisses, die das diskont- und kreditpolitische Verhalten der Notenbanken bestimmten. Verschlechterte sich das Deckungsverhältnis durch Abfluß von Gold oder durch eine vermehrte Notenausgabe, als Folge einer größeren Kreditinanspruchnahme, so wurde der Diskontsatz erhöht und im umgekehrten Falle ermäßigt. Man kann die damalige Politik auf die Formel „Schutz der Goldreserve" bringen. Bei einer solchen Diskontpolitik ist das primäre Ziel der Notenbank die Aufrechterhaltung der Goldparität der Noten, und nur als sekundäres Ziel wird die Aufrechterhaltung der inneren Wertbeständigkeit, der stabilen Kaufkraft des Geldes befolgt[42].

System der elastischen und der starren Notenausgabe

Die gesetzliche Beschränkung der Notenausgabe hat ihren historischen Ursprung in der Peelschen Bankakte vom Jahre 1844, der die Currency-Theorie zugrunde liegt. Das Wesen dieses Systems lag in der Festsetzung des ungedeckten Teils der Notenausgabe in einem Betrag, der geringer ist als der geringste jemals für den inneren Umlauf benötigte Betrag an Banknoten und in dem Gewährenlassen der automatischen Goldbewegungen für die Regulierung des Notenumlaufs. Das Gesetz von 1844 teilte die Bank von England in zwei Abteilungen: die Ausgabeabteilung, die die alleinige Verantwortung für die Ausgabe und die Einlösung der Noten trug und die Bankabteilung, die sich das Diskont- und Leihgeschäft, sowie die Schaffung und Übertragung von Bankkrediten vorbehielt. Die Ausgabeabteilung hielt einen festen Betrag an Wertpapieren in Verwahrung, der dem festgelegten Betrag ungedeckter Notenausgabe gleich war, und die Tätigkeit der Abteilung bestand lediglich darin, Noten für Gold und Gold für Noten auszuzahlen. Dieses System kann, da der ungedeckte

[40] Vgl. Burgess, Federal Reserve System. p. 252.
[41] Vgl. Schachts Vorwort zu Burgess.
[42] Vgl. Salin, Staatliche Kreditpolitik. S. 7.

Betrag der Noten im Verhältnis zum gedeckten außerordentlich gering ist, das System der vollen Deckung oder direkte Kontingentierung genannt werden, da die metallisch nicht gedeckte Notenausgabe auf einen Höchstbetrag beschränkt wird. Es ist klar, daß bei diesem System die Goldreserve der Zentralbank außerordentlich hoch sein muß, so hoch, daß die Bank auch bei einem sehr beträchtlichen Goldabfluß die ihr vorgelegten Noten umtauschen kann. Freilich bei einer Krise kann der Goldabfluß solche Ausmaße gewinnen, daß die Bank zur Suspension der Begrenzungsvorschriften der Bankgesetzgebung schreiten muß, wie dies in England in den Jahren 1847, 1857 und 1866 und schließlich im Weltkriege geschehen ist. Die kontinentalen Währungssysteme beruhten indes schon in der Vorkriegszeit nicht auf dem System der festen, sondern auf dem der elastischen Notenausgabe, indem die Vorschriften der Währungsgesetzgebung nur ein festes Verhältnis zwischen Notenmenge und Golddeckung vorschrieben, aber den absoluten Betrag des Notenumlaufs zumeist nicht begrenzten. Die üblichsten Systeme waren die Drittel- und die Zweifünfteldeckung und zu diesen Systemen kehrte man in der Nachkriegszeit auch zurück.

Nach den Lehren der Inflation mutete diese Rückkehr vielleicht etwas anachronistisch an, denn man wußte ja bereits, daß der Wert sowohl der Regelung der Peelschen Bankakte als auch der elastischen Deckungssysteme des Kontinents in Krisenzeiten versagt und zur Suspension der Begrenzungsvorschriften führt. Ja, Hawtrey geht sogar soweit, daß er die paradoxe Behauptung wagt, die Vorteile der Peelschen Bankakte traten überhaupt erst zutage, wenn sie verletzt oder außer Kraft gesetzt wurde. Er beruft sich zur Bestätigung dieser Paradoxie auf die Geschichte und weist nach, daß die Bankleitung sich jederzeit, wenn sie die Verletzung des Gesetzes als bevorstehend ansah, sich an die Regierung wandte, die dann die Verantwortung hierfür übernahm und versprach, vom Parlament eine Indemnität zu erlangen. In den Krisen von 1847 und 1866 war die bloße Ankündigung, daß die Regierung diesen Schritt unternommen hatte, genügend, um die Panik zu beschwichtigen. Man hatte gefürchtet, daß die Bank in ihrem Bestreben, die Grenze einzuhalten, sich weigern würde, auszuleihen. Nachdem diese Furcht einmal beseitigt war, hörte

der Andrang, um noch zur rechten Zeit Mittel von der Bank zu erlangen, auf, und die Grenze für den umgekehrten Umlauf wurde tatsächlich gar nicht überschritten.

Die Rückkehr zu den Deckungsvorschriften war aus psychologischen Gründen dennoch notwendig. Krieg und Inflation hatten zwar die Lehren geliefert, daß in Krisenzeiten die Notenbegrenzungsvorschriften bloße Papierfetzen sind, sie haben aber auch ein abschreckendes Beispiel dessen gezeigt, wohin die unbegrenzte Notenausgabe führt und welche verheerende Folgen es zeitigen kann, wenn das Recht der Notenausgabe einzig und allein der oft schwankenden Weisheit der Bankleitung überantwortet wird. Der Mann von der Straße, die große Masse der Kaufleute und Arbeiter hat eine Psychologie, die (wenn auch nicht überall) unbewußt metallistisch und currency-theoretisch ist. (Vielleicht hängt dies mit der positivistischen und materialistischen Einstellung der modernen Großstadtzivilisation zusammen.) So mußte zu den Drittel- und Zweifünfteldeckungssystemen zurückgekehrt werden, obzwar man wußte, daß die Bankleitungen bereits in der Vorkriegszeit so zu handeln gelernt haben, daß die Begrenzungsvorschriften eigentlich wenig praktische Wirkung äußern konnten. Albert Hahn faßt die Maßnahmen zur Manipulierung der Begrenzungsvorschriften folgendermaßen zusammen[43]:

„I. a) Was die Notenvermehrung anlangt, welche insbesondere an den Quartalen erforderlich ist, so hat man ihre Notwendigkeit und Unschädlichkeit im wesentlichen erkannt und sie bereitwillig zugelassen. Die formaljuristische Möglichkeit hierzu bot der Umstand, daß die Golddeckung im allgemeinen sehr viel größer gehalten wurde, als dies gesetzlich vorgeschrieben war;

b) Was die Vermehrung des Notenumlaufs anbetrifft, die in Zeiten von Geldkrisen erforderlich ist, so hat man diese in den Fällen, in denen es möglich wurde, zur Vermeidung unabsehbarer Folgen einfach dadurch möglich gemacht, daß man die Begrenzungsvorschriften der Bankgesetzgebung aufhob.

II. a) Was die Goldbewegungen im Innern anlangt, so hat der Goldabfluß in der Praxis eine Kontraktion des Notenumlaufs tatsächlich auch da nicht bewirkt, wo mit jeder gedeckten Note zwei

[43] Vgl. op. cit. p. 27.

ungedeckte zur Einziehung gelangen. Denn entweder konnte das Goldbegehren aus überschüssig angesammelten Vorräten befriedigt werden, oder aber man hat, wenn man an die Grenze der juristisch vorgeschriebenen Deckung kam, einfach die Einlösungspflicht aufgehoben.

Wenn Gold aus dem inneren Verkehr zufloß, so sammelte man es an, ohne den Notenumlauf deshalb (abgesehen etwa um die zum Ankauf des Goldes notwendigen Noten) zu vermehren;

b) Was die Goldbewegungen zum Ausgleich der temporären Differenzen der Zahlungsbilanz anlangt, so ließ man auch hier Gold ab- und zufließen, ohne den Geldumlauf dadurch berühren zu lassen. Die Überdeckung der Noten bot auch hier die Handhabe.

III. Was die Fälle anlangt, in denen tatsächlich eine Zusammenziehung oder Ausdehnung des Notenumlaufs aus Gründen des inneren Preisniveaus notwendig war, so warteten die Bankverwaltungen in der weiteren Entwicklung immer weniger den tatsächlichen Goldabfluß ab und verließen sich vor allen Dingen nicht auf die automatisch zusammenziehende oder ausdehnende Wirkung dieses Goldabflusses. Vielmehr zogen sie, was insbesondere den obersten Fall anlangt, auf Grund genauer Beobachtung der Konjunkturlage möglichst schon ehe es zu einem tatsächlichen Goldabfluß gekommen war, durch Diskonterhöhungen ihren Notenumlauf zusammen."

Theoretische Zusammenfassung

Wir wollen nun auf Grund der oben ausgeführten Analysen unsere theoretischen Resultate folgendermaßen zusammenfassen:

1. Das Währungssystem der Nachkriegszeit ist gegenüber dem automatischen Goldwährungssystem der Vorkriegszeit (das auch damals schon in wachsendem Maße manipuliert worden ist, wie eben Hahn nachwies) zum manipulierten Goldwährungssystem geworden.

2. In der Dynamik der internationalen Goldbewegungen traten in der Nachkriegszeit die speziellen Goldbewegungen gegenüber den kommerziellen stark in den Vordergrund.

3. An Stelle der Goldumlaufswährung ist in weiten Revieren der Weltwirtschaft die Golddevisenwährung getreten.

4. Die Rückkehr zur Goldwährung, wie zu den Deckungsvorschriften der Vorkriegszeit beruht mehr auf psychologischen und politischen als auf ökonomischen Notwendigkeiten.

b) Die Goldpolitik der Ungarischen Nationalbank

α) Geschichtliche Analyse

Wollen wir die Goldpolitik der Ungarischen Nationalbank kritisch würdigen, so müssen wir folgende Probleme untersuchen: Bestand für Ungarn ein Zwang, zur gemischten Goldkern- und Golddevisenwährung überzugehen, oder bestanden auch andere Möglichkeiten? Ist das in den Statuten der Bank gesetzte Ziel, zur Goldumlaufswährung zurückzukehren, d. h. die Barzahlungen aufzunehmen, richtig? Was sind die Haupttendenzen der Goldpolitik der Bank in den Jahren 1924—1928 gewesen? Und schließlich: Befolgte die Bank eine Politik der Goldanhäufung namentlich auch auf die Kosten der wirtschaftlichen Prosperität?

Die notwendige Wahl der Golddevisenwährung

Bei der Analyse dieser Probleme muß vor allem der Umstand berücksichtigt werden, daß im Augenblicke der Gründung der Ungarischen Nationalbank und des Beginns der ungarischen Sanierung das Land nicht nur valutarisch und staatsfinanziell geschwächt und abhängig war, sondern, abweichend von der Tschechoslowakei und Österreich, auch wirtschaftlich sich in einer vollkommen unsicheren Lage befand. Während der Jahre der Inflation wurden fast gar keine Investitionen getätigt, die ersten Nachkriegsjahre gestalteten sich infolge der politischen Wirren und der rumänischen Besetzung vollkommen abnormal, so daß die Maßstäbe für die Beurteilung der wichtigsten wirtschaftlichen Daten der Zukunft (Notenumlauf pro Kopf der Bevölkerung, Außenhandel, Zahlungsbilanz) fehlten. Der Gold- und Devisenbestand, den die Ungarische Nationalbank von dem Königlich Ungarischen Noteninstitut übernommen hatte, war verschwindend gering. Nur die Hoffnung auf die Deviseneingänge aus der Völkerbundsanleihe gab Grund zur Annahme, daß der Devisenbedarf nach der Auflösung der Devisenzentrale von der Nationalbank wird befriedigt werden können. Und als die Emission der Anleihe durch die Schwierigkeiten auf dem amerikanischen Geldmarkte als gefährdet erschien, drohte das gesamte Sanierungswerk zu scheitern und konnte nur durch den bereits erwähnten Vorschuß der Bank of England an die Ungarische Nationalbank gerettet werden. Ungarn befand sich also in einer Zwangslage: Selbst wenn auf dem euro-

päischen Kontinent überall Goldumlaufs- oder Goldbarrenwährungen existiert hätten, wie es solche zu 1924 in keinem Lande Europas gab, auch dann hätte Ungarn wohl kaum die Möglichkeit gehabt, eine andere Lösung als die der Golddevisenwährung wählen zu können. Für den Umstand, daß Ungarn die Golddevisenwährung gewählt hat, waren also folgende Tatsachen ausschlaggebend: 1. Das allgemeine Beispiel der mittel- und osteuropäischen Sanierungen (Deutschland, Österreich, Tschechoslowakei), wo sich die Golddevisenwährung überall gut bewährt hat (die Österreichische Nationalbank hatte z. B. noch im Frühling 1926 keine höhere als eine 2 %ige effektive Golddeckung ihres Notenumlaufs). 2. Die eigene effektive Goldreserve der Nationalbank war außerordentlich gering. 3. Selbst wenn sie höher gewesen wäre, fehlten sämtliche Anhaltspunkte für den künftigen Notenumlauf nach der Verlangsamung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes. 4. Sowohl aus der Völkerbundanleihe als aus dem Vorschuß der Bank of England erhielt die Nationalbank Devisen, die ihr eine vollkommen genügende Operationsbasis boten, und schließlich war 5. auch die Erwägung maßgebend, daß der Devisenstock der Nationalbank durch Anleiheoperationen stets leichter erhöht werden konnte als der effektive Goldstock.

Natürlich wurde bei der ungarischen Entscheidung die Wahl der Goldumlaufswährung auch durch die Erwägung ausgeschlossen, daß, selbst wenn die Möglichkeiten einer genügend großen Goldreserve gegeben gewesen wären, die Einführung der Goldumlaufswährung ohne eine langjährige Übergangsperiode nach der Währungszerrüttung der Inflation unvermeidlich zum Verschwinden des Goldes aus dem Umlauf und zu seiner Thesaurierung, namentlich in den Kreisen der in geldpolitischer Hinsicht stets konservativen Agrarbevölkerung, geführt hätte. Schließlich kann noch der Gesichtspunkt berücksichtigt werden, daß je bedeutender der Devisenanteil des Barschatzes, um so weniger vollkommen der Ausgleich der Preisniveaus der verschiedenen Länder ist[44], wobei es für Ungarn namentlich in der ersten Periode der Sanierung günstiger war, wenn die Angleichung der ungarischen Preise an die Weltmarktpreise sich mit gewissen Hem-

[44] Vgl. Josef Judik, Die Goldfrage. (Ungarisch.) Közgazdasági Szemle. 1927. Nr. 3—4.

mungen vollzogen hat. „Einer der Hauptvorteile der Goldwährung besteht darin, daß sie für die Preisniveaus der Goldwährungsländer ausgleichend wirkt. Die Preisniveaus der erwähnten Länder können voneinander nicht wesentlich abweichen, weil ja im Falle das Preisniveau des einen Landes sich über das andere hebt, dies zu einer Warenausfuhr aus dem zweiten Lande in das erste Land anspornt, was wieder Goldausfuhr aus dem Lande des höheren Preisniveaus in das Land des niedrigeren zur Folge haben würde. Diese Goldbewegung würde die Preise in dem Lande ermäßigen, aus dem Gold abfließt, und steigern in dem Lande, wo Gold zufließt, wodurch die Preisniveaus der beiden Länder einander angenähert werden würden. Die preisnivellierende Wirkung der Goldwährung wird einigermaßen abgeschwächt, wenn die Goldbewegungen durch Devisenbewegungen ersetzt werden."

Rückkehr zur Goldumlaufswährung

Wenn wir also die erste Frage nach den Beweggründen der Wahl der Golddevisenwährung durch Ungarn damit beantworten, daß diese Wahl eine unvermeidliche und zugleich auch vollkommen richtige gewesen ist (wie dies auch aus unserer Analyse der Golddevisenwährung anläßlich der Schilderung der Tendenzen der Weltgoldpolitik hervorgeht), so müssen wir die theoretische Zielsetzung der Rückkehr zur Goldumlaufswährung, wie sie in den Statuten der Nationalbank zum Ausdruck gelangt, als eine überflüssige und verwirrende Maßnahme bezeichnen. Wir wiesen weiter oben ebenfalls bei der Analyse der Weltgoldpolitik nach, wie anachronistisch bei dem gegenwärtigen Stand der Währungspraxis das Ziel wirken muß, zur Goldumlaufswährung zurückzukehren.

Wenn das Britische Reich, in dem sich die größten Produktionsstätten und der größte Markt des Goldes befindet, England bloß zur Wiedereinführung der Goldbarrenwährung, also immerhin einer komplizierteren Form der Goldumlaufswährung veranlaßt hat, so hat das kleine, goldarme, wirtschaftlich auf Auslandsanleihen angewiesene Ungarn wahrlich keinen Grund, das theoretische Ziel der Goldumlaufswährung anzustreben. Die moderne Währungstheorie und Währungspraxis sind einer Meinung darüber, daß die Goldumlaufswährung der Golddevisenwährung gegenüber keinen Fortschritt, sondern eher einen Rückschritt bedeutet. So bedarf Ungarn nicht

einmal des Arguments seiner wirtschaftlichen Abhängigkeit und Beschränktheit, um das Ziel der Goldumlaufswährung abzulehnen. Ungarn kann mit der Struktur seines gegenwärtigen Wirtschaftssystems vollkommen zufrieden und von dem Bewußtsein durchdrungen sein, das zweckmäßigste der gegenwärtig möglichen Währungssysteme zu besitzen. Das einzige Argument, das für die Goldumlaufswährung spräche, das psychologische, hätte ebenfalls nur unmittelbar nach der Inflation einen Sinn gehabt, da die währungspolitische Unsicherheit damals am höchsten war. Damals konnte sie aber, wie oben angeführt wurde, u. a. schon aus dem Grunde nicht verwirklicht werden, weil das Gold sofort aus dem Umlaufe verschwunden wäre. Nach den Statuten der Nationalbank sollen nun die Barzahlungen aufgenommen werden, sobald die Schuld des Staates an die Nationalbank den Betrag von 30 Millionen erreicht hat. Dies kann aber zumindest ein Jahrzehnt dauern. Es ist nun ein völlig unverständlicher Gedanke, weshalb nach langen Jahren, nachdem sich die gesamte ungarische Wirtschaft an die Golddevisenwährung gewöhnt und zu ihr Vertrauen gewonnen hat, zur Goldumlaufswährung zurückgekehrt werden soll.

Haupttendenzen der ungarischen Goldpolitik

Teils aus diesem fernen Ziel der Rückkehr zur Goldumlaufswährung lassen sich auch die Haupttendenzen der Goldpolitik der Nationalbank erklären: Die Goldpolitik unserer Nationalbank wies nämlich folgende Haupttendenzen auf: In den ersten anderthalb Jahren der Tätigkeit der Bank wurde ein genügend großer Devisenbestand angesammelt und parallel damit der Notenumlauf bedeutend gesteigert. Die Diskontpolitik verlief in dieser Periode ziemlich unabhängig von der Goldpolitik, da sie vorwiegend auf den Abbau des inneren Zinsniveaus gerichtet war und der Devisenschatz keines diskontpolitischen Schutzes bedurfte. Gleichzeitig mit der Ansammlung der Devisenreserve ließ man jedoch den Wechselbestand auf einem ziemlich niedrigen Stand verharren, was auch notwendig gewesen ist, wollte man eine neuerliche Inflation vermeiden. Im Jahre 1926 erfolgte dann die Umstellung der Goldpolitik der Nationalbank, indem sie von diesem Jahre an ihren effektiven Goldanteil wachsen und ihren Devisenanteil des Barschatzes fallen ließ, bis sich die beiden Kurven überschnitten und der Goldanteil sich über den

Devisenanteil erhöhte. Von der Mitte des Jahres 1926 an spiegeln die Veränderungen des gesamten Barschatzes einfach die Bewegungen des Devisenbestandes wider. Dieser Zustand einer verhältnismäßig hohen stabilen Goldreserve und eines fluktuierenden Devisenbestandes kann von währungspolitischem Gesichtspunkt sicherlich einer Kritik unterzogen werden. Die Politik der effektiven Goldhortung, die für die Bank mit Zinsverlusten verbunden ist, diente bloß dem fernen Ziel der Aufnahme der Barzahlungen, war also kein unmittelbares wirtschaftliches Bedürfnis des Landes.

Eine der hauptsächlichsten währungspolitischen Bestrebungen der Ungarischen Nationalbank bestand auch darin, ein übermäßiges Einströmen kurzfristiger Auslandskredite zu verhindern. In einem gewissen Gegensatz zu dieser Bestrebung stand jedoch die devisenpolitische Praxis unserer Notenbank, daß sie seit dem Übergang zur Pengőwährung, also seit dem Aufhören der starren Notierung, Devisen zu Kursen an- und verkaufte, die die Kurse nicht ganz frei zwischen den beiden Goldpunkten oszillieren ließ, sondern diese ohnedies geringe Marge noch mehr verkleinerte. Die Einengung dieser für jedes Goldwährungsland normalen Oszillationen erleichterte aber das Einströmen kurzfristiger Kapitalien, für die das Kursrisiko, das in der Möglichkeit einer Verschiebung des Kurses bis zum Goldpunkt liegt, bereits ein Kostenelement bedeutet und für die Dispositionen gegebenenfalls entscheidend in die Waagschale fällt[45].

Eine dritte Haupttendenz der ungarischen Gold- und Währungspolitik bestand darin, das Verhältnis zwischen den beiden Notenschöpfungsgrundlagen: des Barschatzes und des Wechselkredits, derart zu gestalten, daß der Wechselkredit einen immer wachsenden Prozentsatz des Barschatzes ausmachte. Hält man den Julidurchschnitt des Wechselportefeuilles dem durchschnittlichen Barschatz desselben Monats entgegen, so findet man, daß das Wechselportefeuille sich 1925 auf 54,5%, in 1926 auf 65,5%, in 1927 auf 104%, in 1928 auf 113,1% des Barschatzes belief. Diese Tendenz ist ein ziemlich klarer Beweis dessen, daß die Nationalbank auf Kosten der wirtschaftlichen Prosperität niemals eine Goldanhäufung befolgte.

[45] Vgl. Vágó-Kemény, Die Volkswirtschaft Ungarns im Jahre 1927. Wien, Leipzig. Verlag Perles.

Die Steigerung des effektiven Goldbestandes war an sich eine unnötige, weil verschwenderische Tendenz, doch daß sie auf Kosten der wirtschaftlichen Konjunktur erfolgt wäre, kann nicht behauptet werden.

Die Goldpolitik der Ungarischen Nationalbank war also nicht nur stets bestrebt, die wirtschaftliche Prosperität des Landes zu fördern, sondern wurde stets im Zusammenhang mit einer Kreditpolitik durchgeführt, die die Prosperität erzeugt und befestigt hatte.

β) Systematische Analyse

Die Goldpolitik der Ungarischen Nationalbank soll noch von folgenden Gesichtspunkten betrachtet werden:

1. Die Gestaltung des Metallschatzes, 2. die Entwicklung des effektiven Goldbestandes und des Devisenbestandes, 3. das Deckungsverhältnis nach Art. 85 der Statuten und 4. das Verhältnis des Metallschatzes und des Wechselbestandes zum Notenumlauf.

Absolute Höhe des Metallschatzes

Betrachten wir zunächst die Entwicklung der absoluten Daten des Metallschatzes, so können wir fünf Abschnitte unterscheiden. Der erste Abschnitt dauert von der Aufnahme der Tätigkeit der Bank ungefähr bis zum Ende des Jahres 1924. Er ist gekennzeichnet durch den jähen Aufstieg des Metallschatzes von einer Billion (75 Millionen Pengő) bis etwa 2,4 Billionen Kronen (198 Millionen Pengő). Die zweite Periode bildet das Jahr 1925. Auch während dieses Abschnittes dauert das Ansteigen des Metallschatzes an, bis zu 3,4 Billionen Kronen (267 Millionen Pengő). Der dritte Abschnitt — das Jahr 1926 — unterscheidet sich dadurch von den beiden ersten, daß die bisherige allmähliche Aufwärtsentwicklung durch einen ausgesprochenen Rückgang von 3,3 auf 2,9 Billionen (230 Millionen Pengő) in der ersten Hälfte des Jahres abgelöst wird, der aber in der zweiten Hälfte durch eine starke Erhöhung bis zu 3,6 Billionen (290 Millionen Pengő) überkompensiert wird. In der vierten Etappe — im Jahre 1927 — schwankt der Metallschatz zwischen 290 und 250 Millionen Pengő, um in der zweiten Hälfte allmählich bis zu 317 Millionen anzusteigen. Diese ansteigende Kurve erleidet jedoch um die Wende des Jahres einen Umbruch, und in der fünften Etappe,

die bis Ende 1928 andauert, fällt der Metallschatz langsam und gleichmäßig von 317 auf 263 Millionen Pengő zurück.

Der Direktor des Ungarischen Instituts für Wirtschaftsforschung, Stefan Varga, hat die Saisonindexziffer des Metallschatzes der Ungarischen Nationalbank auf Grund der Bewegung des Metallschatzes in der Periode vom 30. Juni 1924 bis 30. Juni 1928 und der Österreichisch-ungarischen Bank auf Grund der Bewegung des Metallschatzes in den Jahren 1896—1913 berechnet und miteinander verglichen. Der Vergleich ergab das Resultat, daß während der Metallschatz der Österreichisch-ungarischen Bank fast gar keine Saisonbewegung zeigt, der der Ungarischen Nationalbank regelmäßigen Saisonschwankungen ausgesetzt ist. Die Saisonindexziffer des Metallschatzes der Ungarischen Nationalbank zeigt einen überdurchschnittlichen Stand in den beiden ersten Monaten des Jahres und eine fallende Tendenz bis zur zweiten Juliwoche. Von da ab ist wieder eine steigende Tendenz zu beobachten, die bis zum Ende des Jahres anhält und in der ersten Novemberwoche ihr Maximum erreicht. Auf die Gründe dieser Entwicklung werden wir später eingehen.

Goldbestand und Devisenbestand

Die Relation zwischen effektivem Goldbestand und Devisenbestand gliedert sich nach drei großen, genau unterscheidbaren Etappen. Die erste Etappe dauert bis ungefähr Anfang 1926. In dieser Periode steigen sowohl der effektive Goldbestand als der Devisenbestand ziemlich gleichmäßig, wobei der Goldbestand stets zirka 30% des Devisenbestandes bildet. Von Anfang 1926 steigt der effektive Goldbestand weiter, und zwar auf das Dreifache des Bestandes zu Jahresbeginn, während der Devisenbestand im Herbst fast auf ein Drittel des Bestandes zu Jahresbeginn vermindert wird, und gegen Ende des Jahres wieder etwas — ungefähr auf die Hälfte des Januarbestandes — gesteigert wird. Im Jahresdurchschnitt sind nun Devisenbestand und effektiver Goldbestand ungefähr gleich hoch. In der dritten Periode, etwa von Mitte 1927 an, wird der effektive Goldbestand fast genau auf der gleichen Höhe gehalten, und die Schwankungen des gesamten Metallschatzes spiegeln sich in dem Devisenstande wider. Nichts ist charakteristischer für die vierjährige Entwicklung der beiden Posten des Metallschatzes als der Umstand, daß während das Verhältnis zwischen effektivem Goldbestand und Devisenbestand nach Beginn

der Tätigkeit der Ungarischen Nationalbank wie 1 : 3 war, diese Relation bis zum Ende 1928 auf 4 : 1 umschlug.

Den Umschwung in der Devisenpolitik der Ungarischen Nationalbank zur Vermehrung des effektiven Goldbestandes bildet das Jahr 1926, in dem die erste Welle der großen kontinentalen Goldkäufe sich über die Welt ergoß. Außer dem allgemeinen Kurswechsel der kontinentalen Notenbanken war für die Leitung der Ungarischen Nationalbank auch der Umstand ausschlaggebend, daß in dem Metallschatz in den ersten Monaten des Jahres 1926 zum ersten Male seit dem Bestehen der Bank sich ein ernster Rückgang zeigte, der sich in dem Zurückziehen der kurzfristigen Anleihen geltend machte, was den jähen Rückgang des Devisenbestandes nach sich zog.

Das Deckungsverhältnis

Die Vorschriften, wie sie im Artikel 85 der Statuten formuliert sind, sehen für den Banknotenumlauf, vermehrt um die sofort fälligen Verbindlichkeiten, jedoch abzüglich der Schuld des Staates gegenüber der Ungarischen Nationalbank, während der ersten fünf Jahre ein Deckungsverhältnis von 20%, während der folgenden fünf Jahre ein solches von 24%, während der weiteren fünf Jahre ein solches von 28% und während der Restzeit bis zur Aufnahme der Barzahlungen ein solches von 33⅓% vor. Dieser Barschatz soll aus Gold, Valuten und Devisen bestehen, wobei zu verstehen sind unter Valuten: ausländische Noten, die keinen außerordentlichen Kursschwankungen unterliegen, unter Devisen: in ausländischen, keinen außerordentlichen Kursschwankungen unterliegenden Währungen ausgestellte Wechsel, die an Hauptbankplätzen Europas und Amerikas zahlbar sind, und aus denen ein Bankinstitut von unzweifelhafter Zahlungsfähigkeit mitverpflichtet ist. Im Falle, daß die Deckungsreserve unter das festgesetzte Deckungsverhältnis sinken sollte, hat die Ungarische Nationalbank vom Mehrbetrage eine Notensteuer an den Staat zu entrichten, die niemals weniger als 5% betragen darf und jeweils im Verhältnis der Überschreitung der Deckungsreserve gestaffelt ist. Die Deckungsreserve der Ungarischen Nationalbank war, wie dies aus unserem Kapitel über die Entwicklung der Nationalbank in den Jahren 1924—1928 hervorgeht, stets bedeutend größer als das festgesetzte Deckungsverhältnis.

Das Deckungsverhältnis zeigte eine ziemlich durchsichtige Entwick-

lung. Im Gründungsjahr der Ungarischen Nationalbank schnellte es auf etwa 55% und hielt sich auf diesem Niveau bis Ende 1927. Von da ab ging es allmählich zurück, um Ende 1928 auf zirka 40% zu sinken. Das hohe Deckungsverhältnis der ersten Jahre war notwendig, teils zur Stärkung des Vertrauens, teils, weil der Notenumlauf in den ersten Jahren verhältnismäßig niedrig war. Da parallel mit der Erhöhung des Notenumlaufs auch die Abnahme des Devisenbestandes im Verhältnis zum effektiven Goldbestand eingetreten ist, hätte es keinen Sinn gehabt, die Zinsverluste, die die Bank durch den relativ hohen Anteil des effektiven Goldbestandes an dem gesamten Barschatz trug, noch durch eine übermäßig hohe Deckungsrate zu steigern. Die psychologische Wirkung der sinkenden prozentuellen Ziffern der statutenmäßigen Deckung wurde ja durch die parallele Erhöhung des effektiven Goldanteils ohnedies wettgemacht.

Die Reserve hat sich zeitweilig durch langfristige Auslandskredite vermehrt, und der hohe Diskontsatz des Landes lockte stets auch bedeutende kurzfristige Kredite ins Land, die infolge des Devisenteils der Währungsreserve eine nicht unbeträchtliche währungspolitische Bedeutung gewannen. Infolge der veränderten Funktion der aus Devisen bestehenden Währungsreserve, namentlich infolge ihrer starken Reagibilität auf die saisonmäßigen Schwankungen des Außenhandels und der kurzfristigen Auslandskredite, versuchte die Leitung der Nationalbank die Bedeutung dieses Faktors soweit als möglich einzuschränken, damit sie nicht etwa in die Lage gerate, bei einer politischen oder wirtschaftlichen Krise durch plötzliche Zurückziehung dieser Kredite die Herrschaft über den Devisenmarkt zu verlieren. Diesem Gesichtspunkte hat sie ihre Diskontpolitik oft auch in Zeiten unterordnet, in denen aus rein konjunkturmäßigen Gesichtspunkten vielleicht schon die Heraufsetzung der Diskontrate begründet gewesen wäre. Dieser Umstand der Rücksicht auf die vielfältige Reagibilität der Devisenreserve mag die Leitung der Ungarischen Nationalbank auch dazu veranlaßt haben, den Effektivgoldbestand der Deckungsreserve im Verhältnis zu dem Devisenteil in den letzten Jahren sukzessive zu erhöhen.

Parallel mit der sukzessiven Rückzahlung der Schuld des Staates an die Ungarische Nationalbank sollte ja diese, wie bereits oben ge-

schildert, ihr Deckungsverhältnis erhöhen. Da aber ihre tatsächliche Deckungsreserve hoch über dem vorgeschriebenen Deckungsverhältnis steht, kann sie diese rückgezahlte Staatsschuld wieder in Umlauf setzen, ohne die Deckungsreserve berücksichtigen zu müssen. Durch Rückzahlung der Staatsschuld an die Ungarische Nationalbank wird also dieser die Möglichkeit eröffnet, ihren Kreditrahmen für die Wirtschaft allmählich entsprechend zu erweitern, ohne dadurch eine inflatorische Welle zu erzeugen.

Die bankmäßige Deckung

Hinsichtlich der bankmäßigen Deckung kann eine entgegengesetzte Entwicklung in dem Verhältnis des Metallschatzes und des Wechselbestandes festgestellt werden. Nach dem ersten Halbjahr der Tätigkeit der Nationalbank, die eigentlich als eine Versuchsperiode angesehen werden kann (die Bankleitung mußte ja eigentlich abwarten, wie hoch sich der Notenumlauf stellen werde, der den im voraus theoretisch nicht berechenbaren Normalbedarf befriedigen wird), ließ die Bankleitung den Wechselbestand in der ersten Jahreshälfte 1925 zurückgehen, während der Metallschatz sich langsam erhöhte. Dies wurde in der zweiten Hälfte des Jahres zur Basis einer vorsichtigen Erweiterung des Wechselportefeuilles, die von einer kräftigen Erhöhung des Notenumlaufs begleitet war. Das Sinken des Metallschatzes und des Notenumlaufs pariert die Bankleitung zu Beginn des Jahres sofort mit der, wenn auch vorsichtigen, Erhöhung des Wechselbestandes, die im Herbst in eine kräftige Aufwärtsbewegung des Wechselbestandes und des Barschatzes übergeht, womit die starke Zunahme des Notenumlaufs einhergeht. Die Konjunkturwelle der Jahre 1927/28 beginnt. Aus Zahlungsbilanzgründen geht der Metallschatz in der ersten Hälfte des Jahres 1927 zurück, und die Nationalbank muß bereits im März das Wechselportefeuille stark erhöhen. Die Zunahme des gesamten Wechselportefeuilles beträgt in diesem Jahre 52,2 %. Die bankmäßige Deckung läuft mit der Entwicklung des Notenumlaufs fast vollkommen parallel. Das Jahr 1928 weist hinsichtlich der bankmäßigen Deckung nur die Spezialentwicklung auf, daß im letzten Quartal des Jahres infolge Stockens der langfristigen Kredite und des Rückgangs des Barschatzes während des ganzen Jahres der Wechselbestand stark erweitert wurde und das Steigen des Notenumlaufs nicht anhielt. Der Wechselbestand, der sich

jahrelang unter dem Barschatz bewegte, schnellt nun über ihn empor und übersteigt ihn um mehr als 60%. Auch nach der Ratenerhöhung im Oktober ist keine Devisenzufuhr eingetreten.

D. Stabilisierung der Krone und Einführung des „Pengö"

Was die Stabilisierung der Krone anbetrifft, so ist diese nicht, wie es den Intentionen des Sanierungsplanes entsprochen hätte, ohne jede Schwierigkeiten verlaufen. Nach den ursprünglichen Intentionen des Rekonstruktionsplanes hätte die Stabilisierung der ungarischen Krone gleichzeitig mit der Eröffnung der Ungarischen Nationalbank, ja eventuell noch vor diesem Zeitpunkte stattfinden sollen. Dieses Ziel hat sich indessen praktisch als undurchführbar erwiesen, und zwar aus mannigfaltigen Gründen. Die hauptsächlichste dieser Schwierigkeiten schildert der Präsident der Ungarischen Nationalbank, Dr. Alexander Popovics, in einem Aufsatze über „Die Kooperation der Notenbanken" folgendermaßen: „Die ursprüngliche Veranlagung des kreditpolitischen Operationsplanes, den das Finanzkomitee des Völkerbundes entworfen hat, lautete dahin, daß die mit 250 Millionen Goldkronen effektiv, gleich rund 12 Millionen Pfund Sterling festgesetzte ungarische Rekonstruktionsanleihe zu drei gleichen Tranchen von je 4 Millionen Pfund auf dem europäischen Kontinent, in England und in den Vereinigten Staaten von Amerika aufgebracht werden sollen. Während die Arbeit in Europa sich aussichtsreich gestaltete, traten in Amerika Schwierigkeiten ein, die für den ersten Anblick es fraglich erscheinen ließen, ob sich das amerikanische Kapital an der ungarischen Anleihe überhaupt beteiligen wird.

Diese nicht vorhergesehene Schwierigkeit trat in den letzten Maitagen auf. Kaum etwas mehr als drei Wochen trennten uns von den Terminen, bis zu denen, nach dem Kalender des Völkerbundes, dem sich die Maßnahmen der ungarischen Legislation angepaßt haben, die Anleihe unter Dach und Fach gebracht werden und die Notenbank ihre Tätigkeit aufnehmen mußte. Da entschloß sich die Bank von England, unter deren Ägide die Anleiheverhandlungen begonnen und fortgesetzt wurden, die ganze Angelegenheit mit einem gewaltigen Ruck über den drohenden toten Punkt hinüberzuheben. Die Bank von

England hat, wie bekannt, dem staatlichen Noteninstitut einen Vorschuß von 4 Millionen Pfund gegen Hinterlegung eines entsprechenden Betrages an Schatzscheinen, die in Schuldverschreibungen der Völkerbundsanleihe umzutauschen waren, unter der Bedingung gewährt, daß die neue Notenbank in diesem Belange als Rechtsnachfolgerin des Noteninstitutes in das Vorschußgeschäft mit allen durch letzteres übernommenen Verpflichtungen eintrete."

Dadurch waren indessen noch nicht sämtliche Schwierigkeiten überwunden. Es war kein leichtes, den Kurs zu bestimmen, der bei der Stabilisierung der Krone anzustreben war. Es gab lebhafte Auseinandersetzungen über die Stabilisierungskurse in der ganzen Welt. Sollte man die Geldeinheit eines Landes auf ihrem Vorkriegsniveau (Deflationspolitik) oder auf ihrem Gegenwartsniveau (Devalvationspolitik) stabilisieren? Während die Inflation alle Gläubiger schädigt, trifft die Deflationspolitik alle Schuldner, mithin also auch besonders die Arbeiterklasse. Die Schuldner bilden meist die tätigen Klassen eines Landes: Es sind Unternehmer, Kaufleute und Landwirte. Keynes[46] sagt: „Modern business, being carried over on largely with borrowed money, must necessarily be brought to a standstill by such a process." Der Unternehmer, der z. B. während der Inflation geborgt hat, müßte seine Schuld in einem Gelde zurückzahlen, das einer bedeutend größeren Warenmenge entspricht als das Geld, in dem er geliehen hat. Es wäre natürlich gerecht, wenn durch die Stabilisierung der Geldeinheit auf ihrem Vorkriegsniveau nur diejenigen Gläubiger Nutzen haben würden, die tatsächlich noch in vollwertigem Gelde ausgeliehen haben. In Wirklichkeit aber werden auch alle jene Gläubiger einen Nutzen davon ziehen, die nach dem Beginn der Inflation bis zur Zeit der Stabilisierung in verfallenem Gelde ausgeliehen haben.

In Ungarn konnte natürlich von einer Stabilisierung auf dem Vorkriegsniveau gar keine Rede sein. Es mußte ein Kronenkurs gewählt werden, bei welchem das innere Preisniveau niedriger als das Auslandspreisniveau war, d. h. die Kaufkraft des Geldes mußte im Inlande größer sein als im Auslande, um dadurch die Ausfuhr zu erleichtern. Drei Möglichkeiten standen offen:

[46] Vgl. Keynes, A Tract on Monetary Reform. 1923.

1. Man konnte die Stabilisierung zu einem bestimmten Zeitpunkte anstreben und sich dann an den Kurs halten, den die Krone in diesem gegebenen Augenblick hatte.
2. Man konnte nach einer gewissen Periode der Experimente den praktisch günstigsten Kurs anstreben, bei dem sich noch die geringsten Störungen für die Wirtschaft des Landes ergaben, und
3. konnte man versuchen, einen theoretischen, von der inneren Kaufkraft abhängenden Kurs der Krone zu errechnen und die faktische Stabilisierung auf diesem Kurse vornehmen.

Man ist nach der zweiten Methode vorgegangen, und zwar in der Weise, daß man zunächst einmal die Krone auf einem gegebenen Niveau stabilisierte und die Währung dann solange manipulierte, bis ein den Bedürfnissen der ungarischen Wirtschaft am meisten entsprechender Kurs erreicht wurde.

Noch zu Beginn des Juni hat der Entschluß der Devisenzentrale, den Betrag der zur Verfügung des Clearings gestellten ausländischen Zahlungsmittel zu verdoppeln, einen außerordentlich günstigen Eindruck auf den Devisenmarkt ausgeübt. Bis dahin gab es bloß einen Clearingtag wöchentlich, an dem ungefähr 3½ Millionen Schweizer Franken Devisen und Valuten zur Verteilung gelangten. Diese Summe war für die Befriedigung der berechtigten Ansprüche ungenügend, und dies hat die Nachfrage nur noch gesteigert. Man mußte befürchten, daß dieser Zustand die Stabilität der Krone gefährden werde, wenn erst nach der Eröffnung der Nationalbank der freie Devisenhandel eingeführt wird. Deshalb wurde beschlossen, daß innerhalb der wenigen Wochen, die bis zur Eröffnung der Schalter der Nationalbank noch bevorstanden, einen ernstlichen Versuch zu unternehmen, um die Bedürfnisse des Devisenmarktes zu befriedigen. Der Erfolg hat die Richtigkeit dieser Politik bestätigt. In der ersten Juliwoche fiel der Dollarkurs von 100000 auf 93000, der Kurs der ungarischen Krone begann auf den Spekulationsmärkten zu steigen, und in weiten Kreisen gewann die Anschauung Oberhand, daß die Nationalbank nicht die Stabilisierung der Krone, sondern die Erhöhung des Kronenkurses anstreben werde. Diese Annahme zog den stürmischen Verkauf von Devisen nach sich. Die Nationalbank gab kein ausführliches währungspolitisches Programm, aber es war

aus ihren tatsächlichen Schritten im Laufe des Juni ersichtlich, daß sie nicht eine sofortige und absolute Stabilisierung anstrebte[47].

Zwischen dem 27. und 31. Juli erfolgte dann die tatsächliche Stabilisierung der ungarischen Krone auf einem Mittelkurs von 346000 gegenüber dem englischen Pfund.

Von der tatsächlichen Stabilisierung des Kronenkurses bis zur gesetzlichen Stabilisierung und der Einführung der neuen Pengőwährung mußte indessen noch eine gute Strecke des Weges zurückgelegt werden. Infolge der Bindung der Krone an das englische Pfund hat sie natürlich die Bewegung des Pfundes auf den internationalen Geldmärkten mitgemacht. Schon aus diesem Grunde konnte die gesetzliche Stabilisierung vorerst nicht vorgenommen werden. Erst nachdem das englische Pfund um die Mitte des Jahres 1925 die Goldparität erreichte, war der Zeitpunkt der gesetzlichen Stabilisierung und der Einführung einer neuen Währungseinheit gegeben. Die Notwendigkeit dieser neuen Währungseinheit war, von allem anderen abgesehen, durch die Unbequemlichkeit der Rechnungsführung mit den astronomischen Ziffern der Inflation diktiert. Vielleicht noch wichtiger war aber der Gesichtspunkt, daß es eine Vielheit von Rechnungseinheiten gab, die oft einen geradezu chaotischen Zustand hervorgerufen hat. Die geltende umlaufende Geldeinheit war die Papierkrone, doch wurden das Budget, die Mieten, die Zölle, die Beamtengehälter usw. bereits in Goldkronen errechnet, die jedoch auf Grund verschiedener Multiplikatoren (bald auf Grund von 17600, bald auf Grund von 14500) gewonnen wurde. Dies hat natürlich in dem Wirtschaftsleben Unannehmlichkeiten und Reibungen verursacht, die durch die Einführung der neuen Rechnungseinheit ebenfalls abgestellt werden sollten.

In der öffentlichen Meinung hat sich nun eine lebhafte währungspolitische Diskussion um die Konstruktion der neuen Währung, namentlich um die Wahl der neuen Währungseinheit, abgespielt. Zahlreiche Lösungsversuche tauchten auf, von denen wir nur auf die drei ernstesten hinweisen wollen.

---

[47] Vgl. Zweiter Bericht des Generalkommissars des Völkerbundes in Ungarn. Budapest 1924.

1. Die allgemeinste, stimmungsmäßig wie auch rationell wohlbegründetste Lösungsmodalität betraf die Möglichkeit, das österreichische Beispiel nachzuahmen, d. h. eine Währungseinheit zu schaffen, die einem Zehntausendstel der alten gleichgekommen wäre. Diese Lösung hatte den außerordentlichen Vorteil der vollkommen einfachen Umrechnungsmöglichkeit: Man hätte eben sämtliche ziffermäßige Posten der Wirtschaft bloß mit zehntausend zu dividieren, um den Übergang zur neuen Währung zu vollziehen. Außerdem wäre der Vergleich mit dem österreichischen Preissystem außerordentlich leicht gewesen, denn die Ungarnkrone und der österreichische Schilling hätten denselben Wert repräsentiert. In diesen Vorteilen lagen aber auch gewisse Nachteile, die die Regierung zu ihrer Ablehnung bewogen haben. Man wollte aus politischen Gründen nicht den Anschein erwecken, als ob Ungarn durch die Wahl der gleichen Währungseinheit, wie sie Österreich besaß, auch nur im entferntesten an irgendeine zukünftige Währungs- oder Wirtschaftsgemeinschaft mit Österreich dächte. Vielleicht war dieser politische Hauptbeweggrund das eigentliche Motiv der psychologischen Argumentation, mit der die Regierung die Ablehnung dieser Lösung begründete, und die besagte, daß ein allzu leichter, allzu einfacher Übergang von der alten zur neuen Währungseinheit den Übergangsprozeß selbst außerordentlich verzögern würde, da, je leichter die Umrechnung wäre, um so weniger ein Zwang bestünde, die Umrechnung auch tatsächlich vorzunehmen, d. h. die Denkgewohnheiten der neuen Währungseinheit anzupassen.

2. Vielfach wurde auch die Wiedereinführung der Goldkrone, d. h. die Rückkehr zur Vorkriegswährung, als die rationellste Lösung empfohlen, mit der Begründung, daß diese den Anschluß an das gesamte Preis- und Währungssystem garantieren würde. Diese Argumentation erwies sich selbstverständlich bei einiger wissenschaftlichen Analyse als laienhaft, abgesehen davon, daß es kein währungspolitisches Ziel, geschweige denn eine solche Möglichkeit darstellte, den Anschluß an das Vorkriegspreissystem unter den vollkommen veränderten wirtschaftlichen und politischen Bedingungen der Nachkriegszeit zu suchen.

3. Schließlich wurde auch die Einführung einer dem englischen

Shilling gleichkommenden Währungseinheit als vorteilhafte Lösung propagiert. Man hat im Zusammenhang hiermit auf die ideale Gemeinschaft mit einem großen Währungsgebiete und auf den Vergleich der inländischen Preise mit den Preisen maßgebender Wirtschaftsgebiete (England, Deutschland) hingewiesen.

Nach langen Beratungen entschied man sich für die Einführung der Pengőwährung, die in dem Gesetzartikel XXXV vom Jahre 1925 inartikuliert wurde. Die neue Währungseinheit wurde dadurch in dem in hundert Heller (fillér) geteilten Pengő festgestellt. Der Münzfuß wurde in der Weise festgesetzt, daß aus einem Kilogramm Feingold Goldmünzen im Werte von 3800 Pengő geprägt werden. Das Umrechnungsverhältnis der Papierkrone zu der neuen Währung ist mit dem Verhältnis von einem Pengő gleich 12500 Papierkronen festgesetzt. Der Gebrauch der Pengőwährung wurde in der Übergangszeit bis zum 31. Dezember 1926 für fakultativ, von da ab jedoch für obligatorisch erklärt. Die Nationalbank wurde verpflichtet, Goldbarren, welche eine Feinheit von $^{900}/_{1000}$ haben, jederzeit auf Grund des festgesetzten Zinsfußes, das Kilogramm fein zu 3800 Pengő gerechnet (jedoch abzüglich der Prägegebühr von 6 Pengő für das Kilogramm) gegen Banknoten einzulösen.

Die Einführung des Pengő ist dann auch nach den im Gesetz vorgesehenen Bestimmungen glatt verlaufen. Ende November 1925 wurde die Devisen- und Valutazwangswirtschaft vollkommen aufgehoben, und die Regulierung der Währung erfolgte nunmehr auf Grund der Deckungsreservevorschriften der Nationalbank.

E. Schuld des Staates an die Nationalbank

Im Sinne der Statuten der Ungarischen Nationalbank hat diese den gesamten Notenumlauf, zuzüglich der Giroverbindlichkeiten des Königl. ungar. staatlichen Noteninstitutes übernommen. Demzufolge wurden auch die Aktiven des Staatlichen Noteninstitutes, und zwar:

a) die auf Grund besonderer gesetzlicher Ermächtigungen dem Staate erteilten Vorschüsse,

b) der Betrag der durch das Staatliche Noteninstitut aus der Liqui-

dationsmasse der Österreichisch-ungarischen Bank rückgelösten staatlichen Kassenscheine und

c) der Betrag jener Noten der Österreichisch-ungarischen Bank und der Königl. ungar. Postsparkassa, welche das Staatliche Noteninstitut eingelöst hat, in eine Darlehensschuld des Staates an die Bank umgewandelt und sind an die Bank übergegangen. Über den ganzen Betrag dieser Schuld hat der Staat der Bank einen Schuldschein ausgehändigt.

Die Aktiven des Staatlichen Noteninstituts beliefen sich am Tage der Gründung der Nationalbank auf 3625,3 Milliarden Papierkronen. Der Notenumlauf und die sofort fälligen Verbindlichkeiten des Staatlichen Noteninstituts überstiegen diese Summe um 256,3 Milliarden Papierkronen, die auf Konto der Schuld des Staates an die Bank gebucht wurden. Diese Summe erhöhte sich dann noch um weitere 149,5 bzw. 12,8 Milliarden, die als mit den Statuten der Nationalbank nicht vereinbarende Darlehen der Geldinstitutszentrale überwiesen wurden, ferner um 18,4 und 1,3 Milliarden kleinere Posten (Noten und Kassenscheine der Österreichisch-ungarischen Bank, die durch den Staat eingelöst wurden usw.). Der bilanzmäßig ausgewiesene Gewinn des Noteninstituts von 278,3 Milliarden wurde zur Verringerung der Schuld des Staates bei der Bank verwendet. So erhöhte sich die Schuld des Staates an die Bank, die im letzten Wochenausweis des Noteninstituts mit 1840 Milliarden ausgewiesen war, um den Saldo dieser Aktiv- und Passivposten auf rund 2000 Milliarden. Diese Summe überstieg jedoch um 20 Milliarden das Maximum der im Sanierungsprogramm des Finanzkomitees des Völkerbundes vorgesehenen Schuld des Staates an die Bank von 110 Millionen Goldkronen (mit dem damaligen Koeffizienten von 18000 umgerechnet 1980 Milliarden). So wurde dieser Betrag im Einverständnis mit dem Generalkommissar des Völkerbundes um 20 Milliarden verringert, und solcherart betrug sie in dem ersten Ausweis der Ungarischen Nationalbank vom 30. Juni 1924 1980 Milliarden Papierkronen.

Für die Tilgung dieser Schuld ist im Jahre 1924 ein Abkommen zwischen dem Staat und der Nationalbank abgeschlossen worden, wonach der Staat sich verpflichtet hat, die Kapitalschuld durch

3%ige Annuitäten zu tilgen, von denen ½% der Tilgung und 2½% der Verzinsung dienen sollten. Durch diese Tilgungsbeiträge, weiters durch den dem Staate gebührenden Anteil am Gewinn der Nationalbank für die Jahre 1924 und 1925 und schließlich durch den Kaufpreis für die von der Bank aus dem Staatsbesitz übernommenen Aktiven der Ungarischen Notendruckerei A.-G., hat sich der Betrag der Schuld des Staates an die Bank bis zum 30. April 1926 bloß auf 1926,8 Milliarden Kronen vermindert. Diese langsame, in zwei Jahren bloß 53,2 Milliarden Kronen betragende Verminderung der Staatsschuld wies offensichtlich auf die Notwendigkeit hin, für eine schnellere Tilgung der Schuld um so mehr zu sorgen, als im Sinne der Bankstatuten die Aufnahme der Barzahlungen u. a. an die Bedingung geknüpft ist, daß die Staatsschuld auf 30 Millionen Goldkronen gesunken sein muß.

Infolgedessen kam zwischen der Regierung und der Ungarischen Nationalbank Ende April 1926 ein neuerliches Übereinkommen zustande, laut welchem zur Abzahlung der Schuld des Staates folgende Beträge dienen werden:

1. der sich bei der Ausprägung der Teilmünzen der Pengőwährung ergebende sogenannte Münzgewinn, der auch schon im Sinne des Gesetzes über die Pengőwährung diesem Zwecke zuzuwenden ist;
2. der Anteil des Staates an der Liquidationsmasse der Österreichisch-ungarischen Bank;
3. der bei der Liquidation des Königl. ungar. Staatlichen Noteninstituts resultierende Überschuß, den der Staat vorübergehend für landwirtschaftliche Kreditaktionen verwendet hat;
4. endlich der in zehn Jahresraten rückzahlbare Kapitalbetrag der Ungarischen Nationalbank, bei ihrer Errichtung aus der Liquidationsmasse des Staatlichen Noteninstituts nicht übernommenen, mit rund 162 Milliarden Kronen bewerteten Wechsel- und Lombardmaterials, um dessen Gegenwert sich seinerzeit die Schuldmasse des Staates erhöht hat.

Im selben Übereinkommen wurde auch die Herabsetzung der Verzinsung der Staatsschuld vereinbart, indem der vom Staate zu leistende

Zusatz mit Geltung vom 1. Juni 1926 ab von 2½% auf 1% ermäßigt wurde. Diese Ermäßigung ist notwendig geworden, um den Zinsverlust, den der Staat durch die Konzentrierung der staatlichen Gelder bei der Bank erleidet, möglichst wettzumachen. (Die Konzentrierung der staatlichen Gelder erfolgte im Sinne von Art. 51 der Bankstatuten.)

Gleichzeitig mit diesem Abkommen wurde auch die Vereinheitlichung der Verwaltung der staatlichen Gelder restlos durchgeführt, die bis dahin insoweit nicht bei der Nationalbank konzentriert waren, als die bei der Postsparkassa einlaufenden Überschüsse der staatlichen Betriebe entweder durch diese Anstalt direkt oder durch die Geldinstitutszentrale ausgeglichen wurden.

Nach der neuen Regelung wurden sämtliche disponiblen Überschüsse der Betriebe auf das staatliche Girokonto bei der Nationalbank überwiesen und auch die Kontrolle der sonstigen Postsparkassenmittel zum großen Teil der Nationalbank übertragen. Schließlich wurden zwei Drittel der privaten Scheckguthaben, über deren Verwendung bis dahin die Postsparkasse verfügt hatte, ebenfalls der Nationalbank überwiesen.

Staatsschuld an die Ungarische Nationalbank.

30. Juni 1924	158,4 Millionen Pengő	(zur Zeit der I. Regelung)
30. April 1926	154,1 „ „ „ „ „	II. „
31. Dezember 1926 . .	134,7 „ „	
31. Dezember 1927 . .	111,4 „ „	
31. Dezember 1928 . .	97,2 „ „	

Am 1. Juli 1928 wurden die Staatsschulden wie folgt ausgewiesen:

1. Vorkriegsschulden	881,5	Mill. Pengő
2. „ auf Grund der Clearingabkommen	60,6	„ „
3. Schulden vom Kriegsbeginn bis zum Friedensschluß	12,9	„ „
4. Schulden seit dem Friedensschluß ohne Völkerbundanleihe	259,9	„ „
5. Völkerbundanleihe	361,5	„ „
Insgesamt:	1 577,3	Mill. Pengő
6. Schwebende Schuld bei der Ungar. Nationalbank[48] .	97,2	„ „
Insgesamt:	1 674,5	Mill. Pengő

[48] 31. Dezember 1928.

Wenn die Notenbank dem Staate nur übergangsweise auf ganz kurze Frist Vorschüsse gewährt - weil etwa die im Voranschlag bestimmten Einnahmen für ordentliche Ausgaben nur verspätet hereinfließen -, so wird dadurch keine Störung verursacht. Wenn aber die Notenbank dauernd hohe Vorschüsse leistet, so kommt es zu Inflation und Zwangskurs.

Die dem Staat gewährten Vorschüsse können aber außer der Inflation und noch viel früher gewisse Störungen in der Wirtschaft verursachen. Die gewährten Vorschüsse werden das Deckungsverhältnis verschlechtern und preissteigernd wirken. Um diesen Übeln zu begegnen, wird die Notenbank ihr Wechselportefeuille entsprechend vermindern. Die gesamte Geldmenge wird zwar unverändert bleiben, aber ihre Verteilung wird sich anders gestalten, da der Wechselkredit hauptsächlich der Produktion, der Staatsvorschuß hingegen mehr der Konsumtion zufließt. Der unbefriedigte Kreditsucher wird seine Nachfrage bei den Privatbanken äußern und dadurch vielleicht auch den Zinssatz in die Höhe bringen. Auch vermindern die dem Staat gewährten Vorschüsse die Kreditkapazität der Notenbank und so auch gewissermaßen ihren Einfluß auf die Gestaltung des Zinssatzes, vorausgesetzt, daß der bargeldlose Zahlungsverkehr schon allgemein verbreitet ist.

Natürlich werden sich diese Störungen im Ausmaß ihrer Wirkungen nach der Höhe der Vorschüsse im Verhältnis zur Deckungsreserve wie auch nach der Dauer der Vorschüsse richten.

Da gemäß den Statuten die Staatsschuld an die Ungarische Nationalbank nicht mit der Deckungsreserve gedeckt ist, und da, infolge ihrer Amortisation, die Gelder der Wirtschaft wieder zugeführt werden, so wird sich das Deckungsverhältnis entsprechend vermindern, es sei denn, daß die Deckungsreserve nicht dementsprechend vermehrt wird. Es wird also - um mit Rist zu sprechen — keine „Gelddeflation", sondern nur eine „finanzielle Deflation" verursacht.

Mit der Amortisierung der Staatsschuld nimmt die Notenbank die Kreditkontrolle fester in die Hand. Sie erlangt damit sukzessive die Kontrolle über sämtliche umlaufenden Noten.

F. Die Notenbankpublizität und Ausweise der Ungarischen Nationalbank

Vom Gesichtspunkt der öffentlichen Kontrolle der Kreditpolitik ist das Problem der Notenbankpublizität von eminenter Bedeutung. Mit diesem Problem befaßt sich Robert B. Käppeli[49], der an Hand eingehender Analysen der Ausweismethoden der Bank of England, der Banque de France, der Banca d'Italia, der Österreichischen, der Tschechoslowakischen und der Schweizerischen Nationalbank, sowie der Staatsbank der U.d.S.S.R. eine Typologie und Systematik der Ausweismethoden zu konstruieren versucht. In einem einleitenden Kapitel über die kredit- und finanzpolitischen Grundlagen der Ausweispublizität schildert der Verfasser die wichtigste kreditpolitische Funktion der Notenbank, die er in „der regulierenden Einwirkung auf den Umfang des kurzfristigen Kredits" erblickt. Käppeli definiert dann die Aufgabe des Bankausweises folgendermaßen: „Eine unbedingt zuverlässige, einwandfreie Nachweisung der ... auf die Gesamtheit der Dispositionen im Geldmarktgeschäft beteiligten Kräfte einwirkenden Bereitschaft der Zentralbank ist die wichtigste Aufgabe des Bankausweises. Seine Aufmachung und Handhabung soll in einer Weise geschehen, daß sich aus den Veränderungen der einzelnen Elemente, aus Höhe und Zusammensetzung der Barbestände und Deckungsreserven, aus Art und Umfang der bereits vorliegenden Beanspruchung ein möglichst genaues Bild über die gegebene Situation im Geldmarktgeschäft und zugleich über die durch diese Daten weitgehend bestimmten diskontpolitischen Absichten der Zentralbank gewinnen läßt."

In einem besonderen Kapitel über die entscheidenden Gesichtspunkte des Bankausweises als eines Spiegelbildes des Gesamtgeschäfts untersucht Käppeli die Prinzipien der Bilanzwahrheit und -klarheit, weist insbesondere auf die Bedeutung einer genügenden Spezialisierung des Bilanzschemas hin und meint, daß trotz der abweichenden Bestimmungen in den einzelnen Notenbankstatuten über die Grundsätze des Gliederungsschemas der Ausweise im Wesen dennoch in

[49] Dr. Robert B. Käppeli, Der Notenbankausweis in Theorie und Wirklichkeit. Gustav Fischer, Jena 1930.

allen Ausweisen die gleichen großen Kategorien des Status den Ausschlag geben: die einzelnen Elemente der valutarischen Reserven und der großen Gruppen der Anlage in Wechseln, Vorschüssen und Effekten auf der einen, die Notenemissionen und der sonstigen Bargeldemissionen, ferner die Bestandteile der Depositenverbindlichkeiten auf der anderen Seite.

Käppeli untersucht dann der Reihe nach die Problematik der großen Positionen des Notenbankstatus. Er weist bei der Ausweisung der Barbestände und der übrigen valutarischen Deckungswerte auf die verschiedenen Verdeckungsmethoden, namentlich auf die unvollständige numerische Aufführung der Deckungsbestände (Abspaltung großer wesentlicher Teile und Unterbringung in Sammelrubriken, wie „Sonstige Aktiven" usw.) oder auf die der aktuellen intervalutarischen Kurssituation nicht entsprechende Valutierung. Bei dem Metallbestande prüft er die Frage, ob auch die im Ausland unterhaltenen Goldreserven mit den inländischen gleichwertig seien. Käppeli übt Kritik an der Praxis, bloß über die stabilen Devisen Nachweis zu führen, ferner Devisen mit einer über die Deckungsvorschriften des Bankgesetzes hinausgehenden Verfallfrist vom genauen Nachweis auszuschließen. Dieser Kritik ist ebenso beizustimmen wie seinen kritischen Bemerkungen über die unklare Ausweispraxis der deutschen Reichsbank, die ihre Devisenbestände nur in der Höhe eines Drittels des effektiven Goldbestandes besonders ersichtlich macht, während ihre darüber hinausgehenden Bestände im (inländischen) Wechselportefeuille und unter dem Posten „Sonstige Aktiven" erscheinen. — Bei der Ausweisung der bankmäßigen Deckung fordert Käppeli die scharfe Trennung zwischen staatlicher und privater Inanspruchnahme der Zentralbank. Hinsichtlich der staatlichen Inanspruchnahme unterscheidet er zwischen direkten Vorschüssen, zwischen der Deckung temporären Finanzbedarfs, zwischen Kauf oder Zeichnung von Staatsschuldverschreibungen und zwischen indirekter Bevorschussung oder Lombardierung staatlicher Schuldverschreibungen. Bei der Beanspruchung der Bank durch die Privatwirtschaft legt er besonderes Gewicht auf die klare Gliederung des Wechselportefeuilles nach dem inneren Charakter der Wechsel oder nach der Art ihrer Hereinnahme, nach der Zahl der

Unterschriften oder schließlich nach ihren Fälligkeitsterminen. Haupterfordernis ist hier die Ausscheidung der Auslandswechselanlage. Bei der Behandlung der Effektenanlage wird den Open market Operationen besondere Beachtung geschenkt und darauf hingewiesen, daß die Federal Reserve Banks, die Banque de France, diese Operationen nachweisen, während z. B. die Bank of England, die sich gerade in letzter Zeit solcher Operationen gern bedient, keine Kontrollmöglichkeiten über sie in ihren Nachweisen zuläßt. In der Regel werden Käufe und Verkäufe im offenen Markt in der Form eines Reportgeschäfts von besonders beauftragten Banken und Maklerfirmen in aller Stille ausgeführt. Käppeli weist noch zum Schluß auf die Wichtigkeit der Trennung der öffentlichen und der privaten Depositen für die Klarheit des Notenbankstatus hin. Seine wichtigste Forderung betrifft diesbezüglich die genaue Kenntlichmachung der Reserveposition der Kreditinstitute getrennt von den übrigen privatwirtschaftlichen Depositen. Er polemisiert hierbei erfolgreich gegen die Beweisführung von Hartley Whiters[50], die seither auch durch die praktische Entwicklung widerlegt wurde, da die meisten englischen Privatbanken dazu übergegangen sind, ihre Reservepositionen in regelmäßigen Abständen bekanntzugeben.

Alles in allem weisen die Untersuchungen Käppelis die unbedingte Notwendigkeit einer je breiteren und klareren Notenbankpublizität überzeugend nach, und man kann mit seinen Schlußfolgerungen, daß die Notenbankpublizität immer mehr zum bewährtesten Faktor der praktischen Kreditpolitik und der allgemeinen Konjunkturpolitik wird, vollkommen übereinstimmen.

Die Ausweise der Ungarischen Nationalbank, die wöchentlich am 7., 15., 23. und am Ultimo eines jeden Monats und jährlich einmal im Anschluß an die Bilanz veröffentlicht werden, geben folgende Hauptposten an: auf der Seite der Aktiva: den Metallschatz, spezifiziert nach den folgenden Rubriken:

1. Gold gemünzt und ungemünzt;
2. nach Art. 85 der Statuten einrechenbaren Devisen und Valuten:
3. Silber gemünzt und ungemünzt;
4. Scheidemünzen.

[50] Hartley Whiters, The meaning of money. London 1926.

Der zweitwichtigste Posten der Aktiva betrifft eskomptierte Wechsel, Warranten und Effekten, sowie die Darlehen gegen Handpfand, die eine besondere Rubrik darstellen, aber gewöhnlich dem Wechselbestand hinzugerechnet werden. Den dritten Hauptposten stellt die Schuld des Staates an die Nationalbank dar, mit der wir uns in einem besonderen Kapitel befassen. Schließlich weist die Nationalbank ihre „Gebäude und Einrichtungen" und „Sonstige Aktiva" in besonderen Rubriken aus.

Die wichtigste Rubrik der Passivseite ist der Notenumlauf, die zweitwichtigste die Rubrik „Giroguthaben, Depots und sofort fällige sonstige Fälligkeiten", die wieder in die Unterrubriken „staatliche" und „sonstige" zerfallen. Außer der Rubrik „Sonstige Passiva" werden naturgemäß Aktienkapital und Reservefonds der Bank in besonderen Rubriken ausgewiesen.

Wenn wir nun die Detaillierung dieser Rubriken darstellen wollen, so müssen wir folgendes bemerken. Die Rubrik „Gold gemünzt und ungemünzt" umfaßt Goldmünzen, Gold in Barren, ausländische Münzen und Handelsmünzen. Der Wert der Goldbestände wird aufgenommen, indem vorerst das Feingewicht sowohl des gemünzten wie des ungemünzten Goldes festgesetzt und das derart ermittelte in Feingold ausgedrückte Gewicht gemäß Art. 92 der Statuten mit 3794 Pengő (3800 Pengő abzüglich 6 Pengő Prägegebühr) per Kilogramm auf Pengő umgerechnet wird.

Die „nach Art. 85 der Statuten einrechenbaren Devisen und Valuten" werden derart in den Ausweis eingestellt, daß die Geldsorten der Länder mit gesetzlicher Goldwährung, die keinen außerordentlichen Kursschwankungen unterliegen, auf Grund der Parität umgerechnet werden.

Das Gewicht des im „gemünzten sowie im ungemünzten Silber" enthaltenen Feinsilbers wird jeweils auf Grund der Londoner Notiz vom 31. Dezember berechnet.

Unter der Rubrik „Eskomptierte Wechsel, Warranten und Effekten" werden im Jahresausweis besonders ausgewiesen der Wechselbestand am Ende des Vorjahres, die Eskompte des Jahres gesondert in Budapest und in der Provinz, die Einkassierungen während des Jahres und der Wechselbestand am Ende des Jahres. Der am Ende des Jahres

sich zeigende Wechselbestand wird ferner ausgewiesen nach dem Verhältnisse der Budapester und der Provinzwechsel, dem Platzwechsel, Rimessenwechsel und Warranten und nach der Fälligkeit. Es wird ferner angegeben der höchste und der niedrigste Stand und der Durchschnittsstand des Jahres, die Eskontenzinsen, das Verhältnis der angebotenen und eskontierten Wechsel, die Höhe des Wechselbetrages und schließlich die durchschnittliche Laufzeit, sowie der Durchschnittsbetrag, je nach den einzelnen Filialen. Schließlich werden auch die Summen der protestierten Wechsel ausgewiesen. Man möchte bloß noch eine Übersicht sehen, wieviel von den Inlandswechseln, von: 1. Landwirtschaft, 2. Industrie, 3. Handel, 4. Genossenschaften, 5. Banken usw. ausgestellt wurden. Natürlich ist aber deren Erfassung keine so leichte Aufgabe.

Auch die Darlehen gegen Handpfand werden gesondert für Budapest und für die Provinz angegeben, wobei auch die zur Rückzahlung gelangten Darlehen, der höchste und der niederste und der Durchschnittsstand des Jahres, der Nominalbetrag und Kurswert der als Handpfand erliegenden Wertpapiere, schließlich die vereinnahmten Zinsen ausgewiesen werden.

Was nun die Passiven betrifft, gibt der Jahresausweis den effektiven Notenumlauf (den höchsten, niedersten und Durchschnittsstand und die Zusammensetzung des Umlaufes nach Stückelung) an. Ferner weist er aus: die Deckung des Notenumlaufs auf Grund des Art. 85, d. h. den effektiven zuzüglich den virtuellen Notenumlauf (sofort fällige Verbindlichkeiten) abzüglich der Schuld des Staates im Verhältnisse zum Betrag des Metallschatzes, ferner die Deckung des Umlaufs gemäß Art. 86 der Statuten durch den Metallschatz, durch die statutenmäßig eskontierten Wechsel, durch in den Metallschatz nicht eingerechnete Devisen und Valuten und durch Darlehen gegen Handpfand.

Hinsichtlich der Giroguthaben, Depots und sonstiger sofort fälligen Verbindlichkeiten gibt der Jahresausweis die staatlichen Guthaben, abzüglich des Saldos des Übergangskontos, ferner die Eingänge und Ausgänge des Jahres durch Bareinzahlungen, Verrechnungsposten, Platzübertragungen und Übertragungen von Platz zu Platz an. Dieselbe Spezifizierung findet auch hinsichtlich der sonstigen Guthaben

statt. Außerdem werden die sonstigen Depots und sofort fällige Verbindlichkeiten (Bardepots) besonders ausgewiesen.

Bei der Analyse der verschiedenen Rubriken ist folgendes zu beachten: Wir haben bereits darauf hingewiesen, daß man bestrebt sein müsse, bei der Fluktuation der Daten des Metallschatzes und des Wechselbestandes und demgemäß auch des Banknotenumlaufs die Trendlinie sowie die saisonmäßigen Schwankungen auszuschalten bzw. bei der Analyse klar zu berücksichtigen. Sowohl bei dem Notenumlauf als auch bei dem Wechselbestand lassen sich regelmäßige saisonmäßige Schwankungen beobachten, die mit dem agrarischen Charakter des Landes zusammenhängen. Der Banknotenumlauf pflegt in der zweiten Jahreshälfte den Jahresdurchschnitt stets zu überschreiten, der Wechselbestand steigt Anfang September über den Jahresdurchschnitt. Beide haben zwei saisonmäßige Maxima, am 31. Oktober und am 31. Dezember, und zwei Minima, in den Frühlings- und Frühsommermonaten. Auch der Metallschatz zeigt eine saisonmäßige Fluktuation, die damit zusammenhängt, daß in den Herbstmonaten ausländische Saisonkredite in großem Maße in Anspruch genommen werden. Außer dieser Fluktuation der saisonmäßigen Kredite, wird aber der Stand des Metallschatzes auch durch die Fluktuation, der rein durch das Zinsverhältnis zwischen In- und Ausland bedingten Fluktuationen der nichtsaisonmäßig bedingten kurzfristigen Kredite beeinflußt, und schließlich hängt seine Höhe auch von dem Zufluß der anderen Gesetzmäßigkeiten folgenden langfristigen Kredite bzw. deren Devisengegenwerte ab.

Einen interessanten Zusammenhang weist die Bewegung des virtuellen Notenumlaufs verglichen mit dem effektiven Notenumlauf auf. Der Direktor des Vereins der Sparkassen und Banken Karl Kresz schreibt hierüber in einer Analyse der Ausweise der Ungarischen Nationalbank von 1924 bis 1926[51] folgendes: „Der effektive Notenumlauf erreicht jeweils infolge des Ultimobedarfes am Ultimo eines jeden Monats seinen relativ höchsten Stand und beim letzten Ausweis vor dem Ultimo seinen niedrigsten, während die Girokonten gerade im Gegenteil am Ultimo am niedrigsten stehen und vom Ultimo bis

[51] Vgl. Karl Kresz und Koloman Némethy, Der Umsatz der Ungarischen Nationalbank. (Ungarisch.) Budapest 1926.

zum letzten Ausweis vor dem Ultimo sich erhöhend ihren höchsten Stand erreichen. Der Grund hierfür ist, daß sowohl der Staat als auch Private von ihren Girokonten infolge des Ultimobedarfs in den letzten Tagen des Monats bedeutende Beträge abheben, was gleichzeitig auch in der ungefähr diesen Abhebungen entsprechenden Erhöhung des Banknotenumlaufs zum Ausdruck kommt."

Selbstverständlich bezieht sich diese gegensätzliche Wellenbewegung nur auf die monatlichen Schwankungen der erwähnten Posten, während die Bewegung des virtuellen und effektiven Notenumlaufes in den jährlichen Perioden eine Parallelität aufweist.

Unter „sonstige Aktiven" verrechnet die Bank unter anderem die Devisen, Gold, Silber und Valuten, die ihren ausländischen Verpflichtungen gleicher Art und gleicher Höhe entsprechen, ferner jene im Sinne des Artikels 85 der Statuten Kursschwankungen unterliegenden Nostrodevisen, die dem Barschatz nicht einrechenbar sind. ferner auch Nostrodevisen, die zwar dem Barschatze einrechenbar wären, die aber unter diesem Titel nicht in den Ausweis eingestellt worden sind, da die Bank nicht ihr Recht ausgeübt hat, ihren ganzen einrechenbaren Devisenbestand unter dem Titel des Barschatzes auszuweisen. Offenbar enthalten also diese Posten der „sonstigen Aktiven" und der „sonstigen Passiven" eine Reihe von durchgehenden Posten, wie z. B. Auslandsanleihen des Staates und der Munizipien, die vorübergehend bei der Bank placiert werden und die in beiden Rubriken ausgewiesen werden. Kresz[52] hält daher den Saldo der „sonstigen Passiven" und „sonstigen Aktiven" für einen Posten, dem ein dem Metallschatze ähnlicher Deckungscharakter zukommt. Der Direktor des Ungarischen Instituts für Wirtschaftsforschung, Stephan Varga, bestreitet dies[53] und meint, daß, falls die Bedeutung des Metallbestandes einer Notenbank nicht so sehr vom Gesichtspunkt der gesetzlichen Deckungsreserve des Notenumlaufs, sondern richtiger als eine Reserve betrachtet wird, die dem Lande für die Begleichung

---

[52] Vgl. Kresz, op. cit.

[53] Vgl. Stephan Varga, Analyse der Notenumlaufs-, Wechselbestand- und Metallschatzdaten der Ungarischen Nationalbank und der Österreich-ungarischen Bank. (Ungarisch.) Budapest 1929.

seiner Auslandsforderungen im Falle einer vorübergehenden Passivität der sonstigen Posten der Zahlungsbilanz zur Verfügung steht, so müßte eigentlich der gesamte Devisenbetrag, der in den Notenbankausweisen unter dem Titel der „sonstigen Aktiven" ausgewiesen wird, dem Metallschatze zugerechnet werden.

Uns scheint diese Meinungsverschiedenheit ohne wesentlichen Belang. Wir möchten vielmehr, daß beide Sammelposten „andere Aktiva" und „andere Passiva" — ihrem Inhalte nach wenigstens in den Jahresausweisen (außerhalb der Bilanz) postenweise angegeben werden. Um so mehr, da die Summe „andere Aktiva" zirka $^1/_9$ der gesamten Aktiva ausmacht.

Wünschenswert wäre es, daß auch andere Sammelposten in den Jahresausweisen eingehend dargestellt würden. So z. B. möchten wir gerne den Bestand an deckungsfähigen wie auch anderen Devisen und Valuten einzeln gegliedert, ferner nach Ländern einzeln dargestellt sehen. Es wäre sogar nicht ganz sinnlos, die Zergliederung der verschiedenen Arten von Devisen zu fordern. Jede Devise ist ein Wechsel oder ein Scheck, der auf Zahlung im Auslande und in ausländischer Währung lautet, es gibt aber verschiedene Sorten von Devisen, die man etwa folgendermaßen ausweisen könnte:

	Deutschland	Frankreich	England	Schweiz	Total
A. Devisen:					
a) Echte Devisen (ausgestellt im Ausland)					
b) Echte Schecks (ausgestellt im Ausland)					
c) Ungarische Wechsel auf das Ausland . .					
d) Ungarische Schecks auf das Ausland . .					
Insgesamt					
B. Valuten:					
Valuten und Devisen Insgesamt					

Dazu müßte man dann noch die Veränderungen zum Vorjahre darstellen. Infolge der Möglichkeit besseren Einblicks über die Aktiven der Bank würden wichtige Aufschlüsse über die Wirtschaftspolitik gegeben werden können.

Wenn man das Deckungsverhältnis betrachtet, so ist an Stelle der statutenmäßigen Deckung eher die Deckung des effektiven Umlaufes durch den Barschatz heranzuziehen, da dieses für Ungarn charakteristischer ist. In Währungsgebieten mit entwickeltem bargeldlosen Verkehr kann es nämlich als selbstverständlich angesehen werden, daß das Deckungsverhältnis unter Berücksichtigung der Giroverbindlichkeiten dargestellt wird. Die Girobeträge lassen sich aber in den Ausweisen der Nationalbank nur juristisch, aber nicht volkswirtschaftlich als den Banknoten homogene Beträge ansehen. Dies wird klar, wenn man das Verhältnis der staatlichen zu den sonstigen, d. h. privaten Giroguthaben der Nationalbank berücksichtigt. Diese letzteren machen stets nur 10% des gesamten virtuellen Notenumlaufs aus. Zu 90% handelte es sich also um ruhende staatliche Gelder, die eigentlich große Kassenreserven darstellen und nicht, wie in anglosächsischen Ländern, Niederschlag eines ausgedehnten bargeldlosen Verkehrs sind. Der direkte Zusammenhang dieser staatlichen Reserven mit der Geldzirkulation erschöpft sich darin, daß an jedem Monatsende 50—60 Millionen in Form von Noten abgehoben werden, die innerhalb von 8 Tagen zur Bank wieder zurückwandern[54].

Hinsichtlich der Bewegungen des Metallschatzes ist es tunlich, zwischen dem Gold- und dem Devisenanteil des Barschatzes zu unterscheiden, da diese teils infolge der Goldpolitik der Bank, den effektiven Goldbestand zu vermehren, teils infolge der starken Reagibilität des Devisenbestandes auf saisonmäßige Schwankungen spezielle Bewegungskurven aufweisen.

Über die Zusammenhänge zwischen Notenumlauf und Wechselbestand gelangt Varga[55] zu folgenden prinzipiellen Resultaten: „a) Zwischen der saisonmäßigen Fluktuation des Banknotenumlaufs und des Wechselbestandes besteht ein starker Parallelismus. b) Es ist verfehlt zu glauben, daß die Ultimoerhöhung des Notenumlaufes und des Wechselbestandes in einem umgekehrten Verhältnisse zur konjunkturellen Ausdehnung derselben Daten stehen würde. Aprioristisch schiene nämlich die Annahme als wahrscheinlich, daß die

[54] Vgl. Vágó-Kemény, Die Volkswirtschaft Ungarns im Jahre 1928. Budapest 1929.

[55] Vgl. op. cit.

Ultimoanschwellung dieser Posten größtenteils ständige Faktoren hervorrufen, deren prozentuelle Bedeutung geringer ist, wenn der Banknotenumlauf oder das Wechselportefeuille verhältnismäßig ohnedies einen hohen Stand aufweist und größer, wenn diese verhältnismäßig niedrig stehen. Diese Annahme wird jedoch durch die Prüfung der Tatsachen nur in einem beschränkten Umfang bestätigt, das prozentuelle Verhältnis der Ultimoanspannung hängt nur im geringen Maße von der relativen Höhe des Banknotenumlaufs ab. Hinsichtlich des Wechselportefeuilles könnte dieser inverse Zusammenhang schon eher festgestellt werden. c) Die saisonmäßigen Schwankungen des Wechselportefeuilles der Österreichisch-ungarischen Bank waren in der Vorkriegszeit viel bedeutender als dieselben Daten der Ungarischen Nationalbank. Beim Notenumlauf waren diese saisonmäßigen Schwankungen im Gegenteil nach dem Kriege viel größer als vor dem Kriege. Der Grund hierfür ist der, daß die kurzfristigen ausländischen Saisonkredite gegenwärtig viel bedeutender sind als sie vor dem Kriege waren, und da ihre Inanspruchnahme größtenteils mit dem Ziele erfolgt, um bei der Notenbank auf inländische Zahlungsmittel umgetauscht zu werden, ist es offenbar, daß die stärkere saisonmäßige Reagibilität des Notenumlaufs hiermit erklärt wird."

Vergleichen wir die Ausweise der Ungarischen Nationalbank mit den Ausweisen einiger kontinentalen Zentralbanken, so ergeben sich manche charakteristische Eigenheiten der Struktur der ungarischen Ausweise. In den Wochenausweisen der Österreichischen Nationalbank ist z. B. der Betrag des effektiven und virtuellen Notenumlaufes abzüglich der Staatsschuld stets mit der Summe der bankmäßigen Deckungsposten, d. h. der Summe des Metallschatzes, des Wechselbestandes und der Darlehen gegen Handpfand gleich. Die Folge dieses Aufbaues ist, daß der Betrag der sogenannten sonstigen Aktiven stets um die gleiche Summe erhöht oder vermindert wird, wie der der sonstigen Passiven. Dies hängt damit zusammen, daß die Österreichische Nationalbank, abweichend von der Ungarischen, außer dem statutenmäßig in den Barschatz einzurechenbaren Devisen- und Valutabestand auch einen Posten „in den Barschatz nicht eingerechneter Devisen" besonders ausweist. Die ungarischen Bankausweise werden

nicht nach dieser Methode der Balancierung aufgebaut, weshalb hier die nicht in den Barschatz einrechenbaren Devisen und Valuten stets unter dem Titel „sonstige Aktiven" ausgewiesen werden.

Bei einem Vergleich der österreichischen und der ungarischen Bankausweise springt ins Auge, wie niedrig der Betrag des Wechselbestandes im österreichischen bzw. wie verhältnismäßig hoch das Wechselportefeuille im ungarischen Ausweise ist. Das hängt damit zusammen, daß das Hauptfinanzierungsmittel des österreichischen Geldmarktes die kurzfristigen Auslandsgelder darstellen, während Ungarn als Agrarland in unvergleichlich größerem Maße an die direkte Finanzierung durch die Nationalbank angewiesen ist. Zweifellos haben beide Systeme ihre Vor- und Nachteile, das stärkste Argument für das ungarische System ist — weshalb die Nationalbank auch diese Art der Finanzierung forcierte —, daß die Kontrolle der Zentralbank über den Geldmarkt bei dem System eines hohen Wechselportefeuilles an Stelle kurzfristiger Auslandsgelder viel lückenloser ist.

Ein dritter, sehr wesentlicher Unterschied zwischen dem ungarischen und dem österreichischen Ausweis ist, daß die Summe der sofort fälligen Verbindlichkeiten in den österreichischen Ausweisen bedeutend geringer ist als in den ungarischen, was damit zusammenhängt, daß in Ungarn, wie erwähnt, auch die Kassenreserven des Staates auf Girokonto der Nationalbank gehalten werden, während in Österreich die mit diesen staatlichen Geldern zusammenhängenden Konten durch die Posten „sonstige Passiven" und „sonstige Aktiven" geführt werden und auf dem Girokonto überhaupt nicht erscheinen.

Bei einem Vergleich der ungarischen Ausweise mit den tschechischen fällt auf, daß die Ultimofinanzierung ihre Wirkung auf das Wechselportefeuille kaum spüren zu lassen pflegt, was mit der tschechischen Geldfülle zusammenhängt. Der tatsächliche Ultimobedarf wird im Wege der Girokonten befriedigt, die sich auf eine verhältnismäßig sehr hohe Summe belaufen.

Bedeutung und Sinn der deutschen Reichsbankausweise decken sich im großen und ganzen mit der der ungarischen Ausweise. Bemerkenswert ist nur, daß die Reichsbank auch ihren Bestand an Auslandswechseln unter dem Titel des Wechselportefeuilles ausweist. Die Schuld des Staates wird abweichend von dem ungarischen Ge-

Ungarische Nationalbank.

Stand der Aktiven und Passiven am 31. Dezember 1928.

Aktiva	Pengő	Pengő	Veränderungen seit dem Stande vom 23. Dezember 1928 Pengő
Barschatz:			
Goldmünzen, dann Gold in Barren, ausländische und Handelsmünzen, das Kilo fein zu Pengő 3794 gerechnet . . .	201 082 578,84		
Nach Art. 85 der Satzungen einrechenbare Devisen und Valuten . .	54 003 193,01		
Silber	792 185,44		
Scheidemünze	7 673 617,31	263 551 574,60	+ 6 812 086,23
Eskontierte Wechsel, Warrants und Effekten		417 411 028,60	+ 35 037 927,69
Darlehen gegen Handpfand		47 100,00	—
Schuld des Staates		97 243 834,45	— 6 447 900,00
Gebäude samt Einrichtung		6 401 613,44	—
Andere Aktiva		105 424 924,36	— 639 426,54
		890 080 075,45	

Passiva			
Aktienkapital (Goldkronen 30 000 000) .		34 756 095,00	—
Reservefonds		6 951 219,00	—
Notenumlauf:			
in Pengőnoten . . .	511 172 160,00		
in Kronennoten . . .	2 288 378,37	513 460 538,37	+ 73 944 433,68
Giroguthaben, Depots und sofort fällige sonstige Verbindlichkeiten:			
a) staatliche	209 697 890,71		
b) sonstige	31 116 515,95	240 814 406,66	— 37 080 857,31
Sonstige Passiva		94 097 816,42	— 2 100 888,99
		890 080 075,45	

Budapest, am 4. Jänner 1929.

Mádai, Direktor.

Bankzinsfuß 7 %, seit 2. Oktober 1928.

brauch unter „sonstige Aktiven" ausgewiesen. Selbstverständlich liegt der wesentliche Unterschied darin, daß die Reichsbankausweise Jahre hindurch nicht allein zur Beurteilung der Lage des Notenumlaufs und des Deckungsverhältnisses ausreichten, da auch die Rentenbankscheine im Umlauf gewesen waren.

G. Die Statistik im Dienste der Ungarischen Nationalbank

Die Bedeutung der Statistik für die moderne Wirtschaftsführung hat seit dem Kriege in einem bedeutenden Maße zugenommen. Teils hängt dies zweifelsohne damit zusammen, daß die Erschütterung des Geldwertes während der Inflationsjahre die rasche Anpassung sämtlicher Wirtschaftsdaten an die Fluktuation des Geldumlaufs notwendig gemacht hat. Die Bedeutung der fortlaufenden statistischen Feststellung von Indexzahlen für sämtliche Gebiete der Wirtschaft, die in der anglosächsischen Welt bereits vor dem Kriege begonnen wurde, ist durch die Macht der Tatsachen auch den kontinentaleuropäischen Ländern aufgezwungen worden. Aber nicht nur die Messung und Feststellung der Veränderungen der wichtigsten Wirtschaftsdaten wurde allmählich als notwendig anerkannt, sondern immer mehr erhoffte man auch von der Aufstellung von Wirtschaftsprognosen auf Grund dieser statistischen Erhebungen. In einer Zeit, in der große Zweige der Privatwirtschaft in den Vereinigten Staaten zu privatwirtschaftlichen Budgetierungsmethoden übergegangen sind, die vielfach zu überraschenden Resultaten führten, konnte es nicht wundernehmen, daß auch die europäischen Wirtschaftskreise sich von der Aufstellung von Konjunkturprognosen zumindest für die Gesamtwirtschaft, aber auch für einzelne Wirtschaftszweige vieles versprachen. Die Zentralbanken als oberste Hüter des gesamten Geld- und Währungswesens bedürften aber in erster Linie eines möglichst genauen ziffermäßigen Überblicks über sämtliche Wirtschaftsdaten und namentlich über die Veränderungen dieser Wirtschaftsdaten. Sie, die in erster Linie dazu berufen sind, im Wege einer Kreditpolitik soll ihre Diskontpolitik nicht bloß von konstatierendem Charakter sein, sondern kommende Wirtschaftsentwicklung eskontieren, um ihre Wirkung abschwächen zu können — die Zukunft zu beein-

flussen, waren besonders interessiert daran, die möglichst genauesten statistischen Unterlagen für die Beurteilung dieser Zukunfttendenzen zu sammeln. Deshalb haben die Notenbanken überall bedeutende statistische Dienste im Rahmen ihrer eigenen Organisation aufgestellt, teils aber die theoretischen und praktischen Grundprinzipien ausgearbeitet, die als Grundlage der Konjunkturforschung und Konjunkturstatistik dienen sollen. (Der statistische Dienst der deutschen Reichsbank beschäftigt z. B. 70 Angestellte, ohne das Personal für Schreibmaschinen und Vervielfältigung. Auch das Federal Reserve Board besitzt einen statistischen Dienst von 65 Angestellten.)

Der Direktor der Ungarischen Nationalbank und Vorstand der statistischen Sektion der Bank, Béla Imrédy faßte in einer Studie die Aufgaben der Statistik im Dienste der Notenbanken zusammen[56].

Imrédy gibt diese nach den statutenmäßigen Obliegenheiten der Ungarischen Nationalbank geordnet an, die er in den folgenden vier Aufgaben erblickt:

1. Aufrechterhaltung der Stabilität des Geldwertes;
2. Regulierung des Geldumlaufs;
3. Erleichterung der Zahlungsausgleichungen und
4. Nutzbarmachung der verfügbaren Kapitalien.

Imrédy teilt nun die statistischen Aufgaben, die sich auf die Aufrechterhaltung der Stabilität des Geldwertes beziehen, in zwei große Untergruppen ein. Die erste Gruppe umfaßt sämtliche Probleme, die sich auf die Aufrechterhaltung der Stabilität des Außenwertes eines Geldsystems beziehen, die also die Stabilität des Pengő mit Hinsicht auf das Gold verfolgen. Diese Problemgruppe wird bestimmt durch Angebot und Nachfrage an Devisen, d. h. durch die Gestaltung der Zahlungsbilanz, namentlich durch die internationalen Kapitalbewegungen und Goldbewegungen. Die zweite Gruppe enthält alle Fragen, die sich auf die Bestimmung der inneren Kaufkraft des Geldes beziehen, in erster Linie die Quantität, sodann die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes.

Imrédy untersucht dann die Frage, was eigentlich als Zahlungs-

---

[56] Vgl. Béla Imrédy, La Statisque au service des Banques d'Emission. Journal de la Société Hongroise de Statistique. Budapest 1929. No. 1, 2.

mittel angesehen werden kann und dringt vom Begriff des legalen Zahlungsmittels zu dem der Bankzahlungsmittel vor. Auf diesem Gebiete zeigt sich die erste große Schwierigkeit der Bankstatistik. Das gesamte Gebiet der Bankzahlungsmittel soll nämlich in den Kreis der statistischen Untersuchungen über die Geldquantität einbezogen werden. Gebrauch und Verbreitung der Bankzahlungsmittel sind jedoch nach Ländern und nach Epochen verschieden, so daß bei den internationalen Ausweisen über die Geldquantität der verschiedenen Währungsgebiete jeweils die Zahlungsgewohnheiten der betreffenden Länder in Betracht gezogen werden müssen, soll die Statistik kein schematisch verfälschtes Bild über das betreffende Land bieten.

Geldquantität, Umlaufsgeschwindigkeit und Zahlungsgewohnheiten sind also die drei Grundpfeiler des statistischen Schemas, das sich auf die innere Kaufkraft des Geldes bezieht. Wie die Zahlungsgewohnheiten, so variiert auch die Umlaufsgeschwindigkeit nach Ländern und Perioden. In Ungarn namentlich muß aus diesem Gesichtspunkt dem Unterschiede zwischen den beiden Arten des virtuellen Notenumlaufs den staatlichen und den sonstigen (privaten) Girokonten eine besondere Aufmerksamkeit zugewendet werden. Während nämlich der Index der Umlaufsgeschwindigkeit auf ersteren im Jahre 1927 36,5, im Jahre 1928 44 betrug, war diese Indexzahl bei den privaten Girokonten im Jahre 1927 1,034 und im Jahre 1928 1150. Außer der Berücksichtigung dieser Differenzen der Umlaufsgeschwindigkeit bei Posten des Ausweises der Nationalbank sollen auch die sonstigen Formen des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, also in Ungarn die Scheckkonten bei der Postsparkasse, der Eilüberweisungsverkehr der Banken und die Eillieferungen bei dem Giroverein statistisch verfolgt und aus diesem Gesichtspunkt beurteilt werden.

Außer diesen rein monetären Faktoren der Kaufkraftbestimmung soll auch die Kehrseite, die Warenseite der quantitätstheoretischen Grundgleichung statistisch erfaßt werden, die in der Bewegung des Preisniveaus zum Ausdruck gelangt. Auf Grund der Theorie der Kaufkraftparitäten hat diese Statistik der Preisindexziffern auch eine namhafte währungspolitische Bedeutung, wobei Imrédy auf die Bestrebungen der Aufrechterhaltung eines stabilen Preisniveaus, nament-

lich der Stabilität der Kaufkraft des Goldes hinweist. (Allerdings meint er, daß für die Währungspolitik kleiner Länder die parallele Entwicklung der Inlandspreise mit den Weltmarktpreisen wichtiger sei als die Stabilität, eine Auffassung, die nur so lange haltbar ist, als man nicht auch die Stabilität des Weltmarktpreisniveaus als oberstes Ziel der Währungspolitik der großen Wirtschaftsmächte ansieht.)

Diese weitverzweigten Aufgaben machen es nach Imrédy notwendig, daß die Notenbankstatistik die Gesamtheit der wirtschaftlichen Erscheinungen eines Landes, also außer den erwähnten Daten auch die Produktionsstatistik, den Arbeitsmarkt, die Einkommensverteilung, den Konsum und den Transportapparat erfaßt. Nichtsdestoweniger liegen die intensiven und detailliertesten statistischen Aufgaben der Notenbank auf dem Gebiete des Geld- und Kreditwesens. Diese geld- und kreditstatistischen Untersuchungen sollen außer den obenerwähnten das gesamte Bankwesen des eigenen Landes, die Veröffentlichung von Bilanzschemen der Banken in je kürzeren Intervallen, ferner die Entwicklung der Kapitalbildung, namentlich den Stand der Sparkonten und der sonstigen Formen mobilen Kapitals, Obligationen- und Aktienemissionen, das Zinsniveau, die Börsenkurse, die Warenlager, sodann die hypothekarischen Belastungen, die Wechselproteste und die Bankrotte bzw. Zahlungseinstellungen erfassen. Schließlich soll dieser Zweig der Finanzstatistik auch die Entwicklung der Staats- und Gemeindefinanzen mit Aufmerksamkeit verfolgen.

Was die Bestimmung der auswärtigen Kaufkraft des Geldes betrifft, so sind hier als Hauptaufgaben die statistische Erfassung der Devisenkurse bzw. der Nachfrage und des Angebots auf dem Devisenmarkte, ferner die Faktoren, die diese unmittelbar bestimmen, also die Gestaltung der Zahlungsbilanz, und zwar sowohl was ihre laufenden als was ihre Kapitalverkehrsposten anbetrifft, die internationalen Goldbewegungen und die internationalen Kapitalbewegungen. Da diese durch das Zinsniveau bzw. durch die internationalen Zinsdifferenzen bestimmt werden, ist auch diesem Faktor höchste Aufmerksamkeit zu widmen, aber stets im Bewußtsein dessen, daß der Vergleich der Privatdiskontraten nur nach sorgsamer Abwägung

ihrer spezifischen Bedeutung für das Kreditleben des betreffenden Landes erfolgen darf. Als für den internationalen Kapitalverkehr von entscheidender Bedeutung sind auch die Börsenkurse der großen Geld- und Kapitalmarkte, der Rendite der festverzinslichen Werte und der Aktien in Betracht zu ziehen. Schließlich ist natürlich auch vom Gesichtspunkt der internationalen Gold- und Kapitalbewegungen dem Status der fremden Notenbanken Beachtung zu schenken.

Nachdem die Aufrechterhaltung der Stabilität des Geldwertes und die Regelung des Geldumlaufes durch die statistische Verfolgung der Faktoren, die den inneren und äußeren Geldwert bestimmen, erschöpfend dargestellt wird, bleibt nur mehr die Erleichterung der Zahlungsausgleichungen und die Nutzbarmachung der verfügbaren Kapitalien für die statistische Untersuchung übrig. Erstere umfaßt eine Aufgabe mehr technischer Natur, nämlich die Beobachtung des Umlaufs der verschiedenen Banknotentitres. Die Statistik, die sich auf die Nutzbarmachung der verfügbaren Kapitalien bezieht, kann vom volkswirtschaftlichen wie vom privatwirtschaftlichen Gesichtspunkt ins Auge gefaßt werden. Die wichtigste statistische Aufgabe auf diesem Gebiete besteht in der Feststellung der Verteilung der Kredite durch die Notenbanken auf die einzelnen Zweige einer Volkswirtschaft.

Dritter Teil

Die Handels- und Zahlungsbilanz und die Währung

Der Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanz und Notenbankpolitik ist aus währungspolitischem Gesichtspunkt von erstklassiger Bedeutung. Wir haben bereits eingehend auf die Faktoren hingewiesen, die das Verhältnis zweier Währungen zueinander bestimmen und haben hierbei die Theorie der Kaufkraftparitäten in der Keynesschen und Casselschen Fassung als diejenige bezeichnet, die unsere theoretische Einstellung bestimmt. Dies kann uns aber nicht daran hindern anzuerkennen, daß auch die Unterschiede der Kapitalssphäre, die sich in der hochkapitalistischen Wirtschaft nicht unmittelbar mit denen der Marktsphäre decken, für die Währungspolitik von Bedeutung sind. Internationale Kapitalwanderungen, die sich in der Zahlungs- und Handelsbilanz eines Landes niederschlagen, wirken letzten Endes auch auf den Metall- und Devisenbestand der Notenbanken zurück und werden hierdurch zu unmittelbaren Determinanten der Notenbankpolitik. Es kann sicherlich nicht geleugnet werden, daß auf lange Sicht die Verschiebungen der Kapitalsphäre sich auch in der Marktsphäre fühlbar machen und Preisveränderungen hervorrufen. Die Theorie der Kaufkraftparitäten begreift zwar auch diese Preisveränderungen mit in sich, aber sie kann nicht erklären, weshalb bestimmte Kapitalverschiebungen eine intensivere, andere eine schwächere Wirkung auf die Preisverhältnisse ausüben. Innerhalb einer bestimmten Periode kommt der Wirkung eines reinen Konsumkredits oder eines kurzfristigen Warenkredits, eine ganz andere Rolle im Preissystem des Landes zu, als die eines langfristigen Investitionskredits. Kredit ist ja — um mit Hahn[1] zu sprechen — nur eine Verschiebung der Produktionsumwege in intertemporaler

[1] Vgl. Artikel „Kredit" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften.

und interkonsumtiver Beziehung. Güter- und Menschenkraft, die zur Produktion von Konsummitteln verwendet werden könnte, wird in größerem oder geringerem Maße zur Produktion von Produktionsmitteln während einer größeren oder geringeren Zeitdauer verwendet. Verlängert der auswärtige Kredit die Produktionsumwege eines Landes nicht, so wird er auf das Preissystem eines Landes eine ganz andere Wirkung zeitigen als in entgegengesetztem Falle.

Die durch den Vertrag von Trianon geschaffenen neuen politischen Grenzen haben einen Wirtschaftskörper von seltener Einheitlichkeit zerstückelt und ihn besonders seiner wichtigsten Rohstoffe beraubt. Durch die Auflösung der Österreichisch-ungarischen Monarchie verlor Ungarn seine wichtigsten Absatzmärkte. Die wirtschaftliche Abschließung der mitteleuropäischen Staaten, ihre Bestrebungen nach einer möglichst vollständigen Selbstversorgung und nach einer agrarprotektionistischen Handelspolitik haben schwere wirtschaftliche Nachteile für Ungarn gebracht, die sich in der Passivität seiner Handelsbilanz zeigen.

Zwar strebte die Außenhandelspolitik Ungarns in den letzten Jahren (1924—1928) fortwährend dahin, sich der wirtschaftlichen Freiheit schrittweise zu nähern. Die Ein- und Ausfuhrverbote sind bereits Anfang 1925 aufgehoben worden, und fast mit allen Staaten wurden Handelsverträge abgeschlossen, die eine starke Ermäßigung des Zollschutzes bedeuten, der in Ungarn geringer als in vielen Industriestaaten ist. Leider erhielt hierbei der ungarische Agrarproduktenexport meistens nicht eine entsprechende Begünstigung. Trotzdem Österreich, der Tschechoslowakei und Deutschland die Interessen gewisser ungarischer Industrien geopfert wurden, konnten für den Agrarproduktenexport keine nennenswerten Erleichterungen erzielt werden.

Bei der Behandlung der Zusammenhänge zwischen der ungarischen Zahlungs- und Handelsbilanz mit der auf sie bezüglichen Politik der Ungarischen Nationalbank müssen wir kurz auf die theoretischen Zusammenhänge zwischen Wirtschaftsbilanz, Zahlungsbilanz und Handelsbilanz eines Landes eingehen. Die Grundlage bildet bei der Behandlung des Problems stets die Wirtschaftsbilanz, d. h. das Verhältnis von Produktion und Konsum, wobei zum Konsum auch die

langfristigen Investitionen hinzuzurechnen sind. Ist die Wirtschaftsbilanz eines Landes aktiv, so heißt das soviel, daß die Produktion und die Kapitalbildung des Landes den Konsum und den Investitionsbedarf übersteigen, so daß die überschüssigen Kapitalien in Geld- und in Warenform exportiert werden können. Ist die Wirtschaftsbilanz passiv, so bedeutet dies so viel, daß die Produktion und die Kapitalbildung den Konsum oder den Investitionsbedarf nicht zu decken vermögen und deshalb sich eine Waren- und Kapitaleinfuhr als notwendig erweist. Schon aus dieser allgemeinen Formulierung wird es klar, daß die Aktivität oder Passivität der Zahlungsbilanz nur im Zusammenhang mit der Aktivität oder Passivität der Wirtschaftsbilanz einen Sinn hat und nur auf diese Grundlage bezogen in ihrer Bedeutung richtig eingeschätzt werden kann. Die Zahlungsbilanz ist eigentlich eine imaginäre Vorstellung und bezeichnet jeweils den Saldo der Zahlungsverpflichtungen bzw. Forderungen eines Landes, auf eine bestimmte Periode bezogen. Diese Periode, namentlich wenn sie das Jahr ist, ist vom Gesichtspunkt der Hauptposten der Zahlungsbilanz, der sogenannten Kapitalsverkehrsposten, stets nur eine willkürliche Einheit, denn der langfristige Kapitalverkehr, um den es sich vor allem handelt, erstreckt sich zumeist nicht auf Jahre, sondern auf Jahrzehnte und kann nur aus dem Gesichtspunkt der Wirtschaftsbilanz des Landes kritisch beurteilt werden.

Nehmen wir den Fall der passiven Wirtschafts- und Handelsbilanz, der theoretisch den Fall Ungarns darstellt. Die Passivität der Wirtschaftsbilanz stellte sich dadurch ein, daß die Produktion und die Kapitalbildung in einem bestimmten Zeitpunkt nicht genügte, den Konsum und den Investitionsbedarf des Landes zu decken. Dieser Investitionsbedarf besteht aber darin, einerseits das technische Niveau des Produktionsapparates stets zu erneuern und aufrechtzuerhalten, andererseits den Produktionsapparat stets dem technischen Fortschritt der Weltwirtschaft anzupassen. Nur wenn die Passivität der Zahlungsbilanz sich durch eine Kapitaleinfuhr ergibt, die in dem erwähnten Sinne zur Aufrechterhaltung oder Vervollkommnung des Niveaus des technischen Produktionsapparates erfolgt, d. h. produktiv ist, kann ihre Passivität nicht als gefährlich für die Volkswirtschaft genannt werden. Denn die Produktivität der Anleiheverwendung ist die

Garantie dafür, daß die vorübergehende Passivität der Zahlungsbilanz allmählich zur Aktivierung der Wirtschaftsbilanz, d. h. zur Steigerung der Produktion und der Kapitalbildung führt und dadurch die Gründe der Passivität sowohl der Wirtschafts- als auch der Zahlungsbilanz allmählich aufhebt.

Eine der wichtigsten theoretischen Aufgaben ist also die Klärung der Produktivität der Anleiheverwendung, um die in Deutschland im Zusammenhange mit der Aktion des Reichsbankpräsidenten Schacht im Jahre 1927/28, aber auch in Ungarn anläßlich der Zahlungs- und Handelsbilanzdebatte im Jahre 1928, eine heftige Diskussion entbrannt ist. Die Hauptschwierigkeit dabei ist, was man als Kriterium der Produktivität ansehen soll. Man kann hierbei zwischen privatwirtschaftlicher, volkswirtschaftlicher und technischer Produktivität entscheiden. Technisch produktiv, aber weder volkswirtschaftlich noch privatwirtschaftlich produktiv können technische Neuerungen sein, die während einer langen Periode, z. B. eines Jahrzehnts, mit Verlusten verbunden sein können, und zwar sowohl Verlusten privatwirtschaftlicher Art, indem sie nicht rentabel sind, als auch mit solchen volkswirtschaftlicher Natur, indem sie bereits bestehende Produktionseinrichtungen unrentabel machen, aber sich am Ende dennoch als die vollkommenste Lösung der gegebenen technischen Aufgaben erweisen (siehe Kohlenverflüssigung). Auf die Dauer ist freilich die technische Produktivität stets auch als die Wurzel der volkswirtschaftlichen und der privatwirtschaftlichen anzusehen, aber es kann Übergangsperioden geben, in denen die beiden Prinzipien kollidieren. Ebenso geraten oft auch die Prinzipien der volkswirtschaftlichen mit denen der privatwirtschaftlichen Produktivität in Zusammenstoß. Vom Gesichtspunkt der Privatwirtschaft können sich Steuern und Abgaben für die Zwecke der höheren Bildung, der physischen, moralischen oder humanistischen Kultur einer Generation als höchst drückend und unproduktiv erscheinen, die trotzdem für die Volkswirtschaft als ganzes unerläßlich sind. Schließlich kann die privatwirtschaftliche Produktivität mit der der Rentabilität, des Ertragsprinzips, kollidieren, indem z. B. ein Konzern mehr für Rationalisierungszwecke und sonstige technisch produktive Zwecke verwendet, als ihm die rein finanziellen Gesetze der Rentabilität zuließen (siehe Stahlwerk Becker).

Die Abwägung dessen, wo das gesunde Maß der technischen und volkswirtschaftlichen Produktivität aufhört und die unbedingte Herrschaft der Rentabilität beginnt, gehört zu den schwierigsten Problemen der auswärtigen Kreditpolitik, die ein vornehmliches Kontrollgebiet der Zentralbank darstellt. Für Länder mit einer passiven Wirtschafts- und Zahlungsbilanz ist es ein Gebot der wirtschaftspolitischen Klugheit, ihren Anleihebedarf, bei dem sich technische und volkswirtschaftliche Produktivität mit der Rentabilität nicht decken, auf das geringste Maß zu reduzieren, sonst laufen sie Gefahr, daß die steigende Zinsenlast unrentabler Anleihen zu neuer Kapitaleinfuhr, zur Deckung der Zinsen selbst führt und solcherart zu einem circulus vitiosus wird. Um jedoch diese Gefahr des circulus vitiosus zu verstehen, müssen wir uns näher in die Struktur der Zahlungsbilanz und in ihren Zusammenhang mit der Handelsbilanz vertiefen. Wie wir bereits ausgeführt haben, stellt die Zahlungsbilanz den Inbegriff aller ausländischen Zahlungen zugunsten und zu Lasten eines Landes innerhalb einer bestimmten Periode dar. Da nun keine anderen ausländischen Zahlungsmittel existieren als Gold oder Devisen, müssen letzten Endes sämtliche Zahlungen eines Landes zugunsten eines anderen und seine sämtlichen Eingänge aus fremden Ländern sich in der Änderung des Gold- und Devisenbestandes geltend machen. Auch wenn eine Zahlung nicht effektuiert wird, sondern in der Form einer Forderung zum Ausdruck gelangt, kann sie zum Devisenbestand gerechnet werden, denn was anderes stellen die Devisen dar, als Forderungen in fremden Zahlungsmitteln? Der Forderungscharakter einer Zahlung ändert an dem prinzipiellen Tatbestand überhaupt nichts, weshalb wir die übliche terminologische Unterscheidung zwischen Forderungs- und Zahlungsbilanz als eben bloß terminologische ablehnen. Wenn aber jede Zahlung des Auslandes oder nach dem Auslande in den Änderungen des Gold- und Devisenbestandes zum Ausdruck gelangen muß, so wird offenbar der Saldo der Zahlungsbilanz mit dem Saldo der Devisenschulden und -forderungen gleich sein. Bei der Einstellung der Devisenschulden und -forderungen in die Zahlungsbilanz müssen wir aber eine Änderung des Devisenbestandes, die für das Land, um dessen Bilanz es sich handelt, eine Zunahme seiner Devisenforderungen bedeutet, als eine Zahlung an das Ausland

buchen und umgekehrt. Dies entspricht auch den realen Tatsachen, da eine Devisenforderung stets einem Kredit an das Ausland gleichkommt, nach dem auch Zinsen vergütet werden. Die Erhöhung der Devisenforderungen bedeutet also die Vermehrung der Kredite an das Ausland, ein Kredit an das Ausland ist aber mit einer Zahlung an das Ausland gleichbedeutend[2].

Was bedeutet nun die Passivität einer Zahlungsbilanz? Die Posten einer Zahlungsbilanz sind zweierlei: sogenannte kurrente und sogenannte Kapitalverkehrsposten. Die kurrenten Posten stellen einen in sich abgeschlossenen Akt dar, der keinerlei Verbindlichkeiten für die Zukunft nach sich zieht. Solche Posten sind die Zahlungen im Zusammenhang mit der Ein- und Ausfuhr, des Fremdenverkehrs, der Zinsen bereits bestehender Anleihen usw. Die Kapitalverkehrsposten begründen Verpflichtungen für die Zukunft, bzw. die Möglichkeit solcher Verpflichtungen, oder sie heben solche Verpflichtungen auf, je nachdem sie Anleihekontrahierung oder Rückzahlung, Aktienkauf oder -verkauf usw. darstellen. Solche Posten sind: die Emission neuer Anleihen, die Rückzahlung bestehender Anleihen, Kauf- oder Rückkauf von Aktien und Immobilien. Zu den Kapitalverkehrsposten sind auch die Änderungen des Devisenbestandes hinzuzuzählen. Der Saldo der Kapitalverkehrsposten ist bei einer lückenlos aufgestellten Zahlungsbilanz mit dem Saldo der kurrenten Posten gleich. Passiv ist eine Zahlungsbilanz, in der die aus dem Ausland hereinfließenden Beträge im Rahmen der Kapitalverkehrsposten größer sind als die Summe der für das Ausland geleisteten Zahlungen; die Höhe der Passivität wird durch den Saldo der Kapitalverkehrsposten bestimmt.

Über die Gestaltung der ungarischen Zahlungsbilanz in den letzten Jahren 1926 - 1928 (für die Periode 1924 VI. bis 1926 liegen nur private Schätzungen vor) gibt folgende durch Sektionsrat Dr. Julius Szigethy zusammengestellte Aufstellung nach den Völkerbundspublikationen „Memorandum sur le Commerce International et sur les Balances des Paiements 1913 – 1927" Aufschluß:

(Siehe Seite 150 und 151)

[2] Vgl. Béla Imrédy, Das Problem der Zahlungsbilanz. (Ungarisch.) Magyar Szemle. 1927. Nr. 3.

Wenn wir nun diese Zahlungsbilanzposten analysieren, so springt es ins Auge, daß deren Passivität in erster Linie durch die Handelsbilanz bestimmt wird. Um die Passivität der Zahlungsbilanz wurden außerordentlich lebhafte Diskussionen abgehalten, da ihre wechselnde Passivität keine Handhabe zu einer verläßlichen Vergleichsbasis darstellt, und da auch die Vorkriegsverhältnisse infolge des einheitlichen Zollgebiets der ehemaligen österreichisch-ungarischen Monarchie keinen Maßstab für den Vergleich bieten.

Die ungarische Außenhandelsbilanz weist in der Periode 1924 bis 1928 folgende Ziffern auf:

	In Tausend Pengő				
	1924	1925	1926	1927	1928
Einfuhr	815255	858099	952061	1146797	1185500
Ausfuhr	667012	812067	869729	800473	819000
Einfuhrüberschuß . . .	148243	45962	82332	346324	366400

Wenn wir nun die mannigfaltige Gestaltung der ungarischen Handelsbilanz in den verschiedenen Jahren betrachten, so kann die Gestaltung der Handelsbilanz nicht anders kritisch beurteilt werden, als wenn wir die Resultate eines Jahres als annähernd normal betrachten und die übrigen Jahre damit vergleichen. Die ersten Nachkriegsjahre bieten keine Vergleichsbasis, da damals die außerordentliche Erschöpfung des Krieges ersetzt, die Vorräte wieder aufgefüllt, die Volkswirtschaft der neuen staatlichen bzw. territorialen Struktur angepaßt werden mußte. Auch die ersten zwei Jahre der Sanierung 1924 und 1925 waren Ausnahmejahre, da wie bereits erwähnt, im Jahre 1925 deflatorische Erscheinungen sich geltend machten, das Jahr 1924 aber noch zum Teil ein Inflationsjahr gewesen ist. Wir gehen aber kaum fehl, wenn wir das Jahr 1926 als annähernd normal für die Außenhandelslage betrachten. In der ersten Hälfte dieses Jahres herrschte zwar Depression, aber diese ging in der zweiten Hälfte in Aufschwung über[3]. Eine gewisse Investitionstätigkeit fand schon in diesem Jahre statt, diese führte jedoch zu keinem größeren Aufschwung, so daß ihre Wirkung auf die Außenhandelsbilanz ausgeschaltet werden kann. Wenn wir die Einfuhr des Jahres 1926

[3] Vgl. Imrédy, op. cit.

(In Millionen Pengő)

	I. Zahlungen aus dem Auslande		
	1926	1927	1928
A. Kurrente Posten:			
1. Warenverkehr	860,5	798,5	819,0
2. Metallverkehr	—	0,2	0,1
3. Zinsen insgesamt	4,6	13,3	12,3
hiervon:			
a) nach Staatsschulden	4,6	3,0	1,1
b) nach sonstig. langfristig. Schulden		—	—
c) nach kurzfristigen Schulden		10,3	11,2
4. Dividenden	4,6	7,7	7,7
5. Fremdenverkehr	2,5	7,4	20,6
6. Auswandererverkehr und Geldsendungen der Auswanderer	34,3	28,6	44,9
7. Eisenbahn, Post, Schiffahrt	19,0	27,7	28,7
8. Versicherung	—	3,3	46,5
9. Sonstiges	7,5	8,3	7,7
Insgesamt (A.):	933,0	895,0	987,5
B. Kapitalsverkehrsposten:			
10. Langfristige Anleihen insgesamt	168,7	294,2	299,8
hiervon:			
a) freigewordene Beträge der Völkerbund-Anleihe	48,4	35,4	43,8
b) andere öffentliche Schulden	58,7	122,4	18,0
c) Privatschulden	61,6	136,8	238,0
11. kurzfristige Kredite	—	229,5	88,0
12. Kapitaltilgungen insgesamt	1,6	0,3	2,1
hiervon:			
a) staatliche	—	—	—
b) sonstige	1,6	0,3	2,1
13. Kapitalerhöhung	11,1	36,5	46,7
14. sonstiger Effektenverkehr	20,8	31,2	96,0
15. Immobilienverkehr	3,5	1,2	1,3
16. Änderungen des Gold- u. Devisenvorrats der Ungar. Nationalbank und sonstiger kontrollierbarer Devisenvorrat	—	—	99,1
Insgesamt (B.):	205,7	593,3	633,0
Summa (A. und B.)	1138,7	1488,3	1620,5
Unbekannte Posten und Fehlerquellen	18,1	—	—
	1156,8	1488,3	1620,5

(In Millionen Pengő)

II. Zahlungen nach dem Auslande			III. Saldo (I.—II. Rubrik)		
1926	1927	1928	1926	1927	1928
963,6	1148,6	1189,1	— 103,1	— 350,1	— 370,1
0,6	0,8	5,0	— 0,6	— 1,6	— 4,9
95,1	123,2	144,7	— 90,5	— 109,9	— 132,4
56,6	68,1	64,0		— 65,1	— 62,9
21,1	32,3	51,4	— 90,5	— 32,3	— 51,4
17,4	22,8	29,3		— 12,5	— 18,1
1,5	11,1	18,0	+ 3,1	— 3,4	— 10,3
13,2	39,0	38,1	— 10,7	— 31,6	— 17,5
5,0	6,8	7,9	+ 29,3	+ 21,8	+ 37,0
7,6	12,1	6,0	+ 11,4	+ 15,6	+ 22,7
—	7,7	52,6	—	— 4,4	— 6,1
11,0	24,1	27,8	— 3,5	— 15,8	— 20,1
1097,6	1374,4	1489,2	— 164,6	— 479,4	— 501,7
—	—	—	+ 168,7	+ 294,6	+ 299,8
—	—	—	+ 48,4	+ 35,4	+ 43,8
—	—	—	+ 58,7	+ 122,4	+ 18,0
—	—	—	+ 61,6	+ 136,8	+ 238,0
5,2	—	—	— 5,2	+ 229,5	+ 88,0
29,3	22,3	41,8	— 27,7	— 22,0	— 39,7
29,3	15,5	31,2	— 29,3	— 15,5	— 31,2
—	6,8	10,6	+ 1,6	— 6,5	— 8,5
3,2	5,6	10,1	+ 7,9	+ 30,9	+ 36,6
5,8	56,9	78,6	+ 15,0	— 25,7	+ 17,4
—	1,1	0,1	+ 3,5	+ 0,1	+ 1,2
15,7	27,7	—	— 15,7	— 27,7	+ 99,1
59,2	113,6	130,6	+ 146,5	+ 479,7	+ 502,4
1156,8	1488,0	1619,8	— 18,1	+ 0,3	+ 0,7
—	0,3	0,7	+ 18,1	— 0,3	— 0,7
1156,8	1488,3	1620,5	0	0	0

von diesem Gesichtspunkte aus betrachten, so sehen wir, daß die den Investitionszwecken dienende Einfuhr, die industriellen Rohmaterialien und Halbfabrikate für Investitionszwecke mit inbegriffen, auf etwa 200 Millionen Pengő geschätzt werden kann. Wenn wir diese Summe je zur Hälfte zur Aufrechterhaltung des Produktionsapparates auf seinem gegenwärtigen Niveau und zum technischen Fortschritt des Produktionsapparates für notwendig halten, so bleibt als die ständige Verbesserungsrate der ungarischen Produktion die Summe von 100 Millionen, was ungefähr dem Passivum des Jahres 1926 entspricht. Da jedoch in diesem Jahre wie auch im Vorjahre die Ernteergebnisse überdurchschnittlich gewesen sind und auch die Viehausfuhr mit einer überdurchschnittlichen Verringerung des Viehbestandes verbunden war, so müssen auf der Ausfuhrseite etwa 50 Millionen Pengő abgezogen werden, wodurch die normale Passivität der ungarischen Handelsbilanz auf etwa 50 Millionen verringert wird. Wenn wir diese Summe nun mit der Passivität der sonstigen Posten der ungarischen Zahlungsbilanz vergleichen, so ergibt sich das Resultat, daß ungefähr 150 Millionen Pengő als jener Anleihebetrag betrachtet werden könnte, deren Ungarn jährlich bedarf, wenn seine Produktion und sein Konsum sich im normalen Rahmen hält, und wenn es seinen Produktionsapparat auf dem gegenwärtigen Niveau aufrechterhalten und verbessern will.

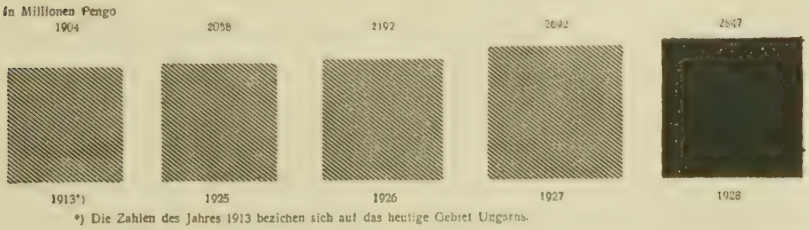
Was zeigt demgegenüber die Gestaltung der Handels- und Zahlungsbilanz in den Jahren 1927 und 1928? Das Handelsbilanzpassivum schnellt in den Jahren 1927 und 1928 auf 350 bzw. auf 370 Millionen Pengő empor, weist also eine offensichtliche Abweichung von der normalen Passivität auf. Die Erklärung bieten hierfür die langfristigen Anleihen der Jahre 1926, 1927 und 1928. Der langfristige Anleihestrom wirkte sich nur etappenweise in der Volkswirtschaft des Landes aus. Es wäre verfehlt, anzunehmen, daß die langfristige Verschuldung sich bloß in einer erhöhten Maschinen-, Rohmaterialen usw. Einfuhr geltend macht, d. h. in einer Einfuhr, die bloß produktiven Zwecken dient. Vergleichen wir z. B. die Handelsbilanz der Jahre 1926 und 1927, dann sehen wir, daß etwa ein Drittel der Einfuhrsteigerung auf Konsumgüter entfällt. Das läßt sich dadurch erklären, daß wir den Prozeß der Wirkung der Investitionstätigkeit mit Hilfe der Auslandsanleihen auf die gesamte

Volkswirtschaft betrachten. Durch die Steigerung der Produktion, die durch die Investitionstätigkeit hervorgerufen wird, werden bis dahin arbeitslose Schichten in die Arbeit gestellt, und der Aufschwung wird auch zur Lohn- und Gehaltserhöhung der bereits arbeitenden Schichten, zu einem vermehrten Unternehmergewinn führen, lauter Faktoren, die sich zu einer Stärkung der Konsumkraft verdichten. Die gesteigerte Konsumfähigkeit ruft eine Erhöhung der Konsumzwecken dienenden Einfuhr hervor, und diese Einfuhr kann Dimensionen annehmen, die neue kurzfristige Warenkredite notwendig macht. Wir können also drei logisch wie zeitlich aufeinanderfolgende Kategorien unserer Auslandsanleihen unterscheiden. Die erste Kategorie dient zum Ausgleich der erwähnten normalen Passivität, die zweite zur Durchführung von Investitionen, die dritte zur Befriedigung der durch die Investitionen geschaffenen Konsumkonjunktur.

Diese nach Rohstoffen, Halb- und Fertigfabrikaten angeordnete Tabelle gibt ein Bild der Struktur der ungarischen Wirtschaft. Sie erweist den überwiegend agrarischen Charakter Ungarns. Fast die Hälfte aller Einfuhr besteht aus Fertigfabrikaten, und drei Fünftel der Ausfuhr entfallen auf Rohstoffe. Im Jahre 1921 bildeten die Fertigfabrikate noch etwa zwei Drittel der Einfuhr. Die steigende Tendenz der Rohstoff- und Halbfabrikateausfuhr und die sinkende Tendenz der Fertigfabrikateeinfuhr lassen aber auf die fortschreitende Industrialisierung Ungarns schließen.

Die ungarische Industrie nähert sich in ihrem Produktionswert rasch der Landwirtschaft. Der Wert der Industrieproduktion belief sich im Jahre 1927 schätzungsweise auf 2,5 Milliarden Pengő, die der Landwirtschaft auf ca. 3 Milliarden.

Gesamtwert der Produktion[5]:



*) Die Zahlen des Jahres 1913 beziehen sich auf das heutige Gebiet Ungarns.

[5] Tabelle aus dem Wirtschaftsbericht der Geldinstitutszentrale. Budapest 1929. Nr. 4.

Einfuhr[4]:

	Wert in Millionen Pengő					In Prozenten des Gesamtwertes				
	1925	1926	1927	1927 I.—IX.	1928 I.—IX.	1925	1926	1927	1927 I.—IX.	1928 I.—IX.
Gesamter Warenverkehr	858,00	952,1	1146,8	827,1	853,3	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Hiervon:										
Rohstoffe	256,1	305,4	349,4	247,6	265,9	29,85	32,08	30,47	29,93	31,16
Halbfabrikate	179,6	214,1	273,4	207,0	197,2	20,94	22,48	23,85	25,03	23.11
Fertigfabrikate	422,3	432,6	524,0	372,5	390,2	49,21	45,44	45,68	45,04	45,73
Von den Fertigfabrikaten:										
Mahlprodukte	3,7	3,2	1,7	1,3	0,7	0,44	0,33	0,15	0,16	0,08
Erzeugnisse der Zuckerindustrie	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03
Erzeugnisse der Textilindustrie	215,5	195,0	226,3	161,2	155,4	25,11	20,49	19,73	19,49	18,21
Erzeugnisse der Eisen-, Maschinen- und elektrotechnischen Industrie	58,5	66,7	85,5	61,6	71,3	6,82	7,00	7,45	7,44	8,36
Sonstige Fertigfabrikate	144,5	167,6	210,3	148,3	162,6	16,83	17,61	18,34	17,94	19,05

Ausfuhr:

Gesamter Warenverkehr	812,1	869,7	800,5	557,9	572,4	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Hiervon:										
Rohstoffe	496,8	605,7	513,1	368,6	334,5	61,18	69,65	64,11	66,07	58,42
Halbfabrikate	38,2	37,1	45,3	31,5	45,8	4,70	4,26	5,66	5,65	8,00
Fertigfabrikate	277,1	226,9	242,1	157,8	192,1	34,12	26,09	30,23	28,28	33,58
Von den Fertigfabrikaten:										
Mahlprodukte	124,3	83,8	81,3	50,3	61,6	15,31	9,63	10,17	9,01	10,76
Erzeugnisse der Zuckerindustrie	33,0	28,6	30,3	16,0	11,9	4,06	3,29	3,78	2,86	2,08
Erzeugnisse der Textilindustrie	22,0	20,5	28,5	20,7	32,0	2,71	2,36	3,56	3,71	5,59
Erzeugnisse der Eisen-, Maschinen- und elektrotechnischen Industrie	50,3	45,2	46,3	32,7	42,4	6,19	5,21	5,79	5,87	7,42
Sonstige Fertigfabrikate	47,5	48,8	55,7	38,1	44,2	5,85	5,60	6,93	6,83	7,73

[4] Tabelle aus dem Wirtschaftsbericht der Ungar. Allgem. Kreditbank. Budapest, Oktober bis November 1928.

Daß Ungarn nicht mehr in dem Maße als Agrarland betrachtet werden darf wie früher, beweist auch die Zahl der in der Landwirtschaft beschäftigten Bevölkerung: sie ist gegenüber der Vorkriegszeit von 76% auf 55% der Gesamtbevölkerung gesunken.

Folgende Tabelle mag auch die zunehmende Industrialisierung des Landes zeigen:

(Siehe Seite 156).

Die sogenannte Agrarschere ist eine der wichtigsten Ursachen der ungünstigen Gestaltung der ungarischen Handelsbilanz: die Agrarpreise sind im Verhältnis niedriger als die Preise der Industrieartikel. Wäre diese bedeutende Verschiebung in der Preislage seit 1913 nicht eingetreten, so hätte die ungarische Handelsbilanz in den Jahren 1925, 1926 und 1927 mit einem Aktivsaldo geschlossen. Ende 1927 betrug aber der Agrarpreisindex 127 und der industrielle Großhandelsindex 141.

Die Exportschwierigkeiten der Agrarprodukte beeinflussen nicht allein die Landwirtschaft ungünstig; die geschwächte Kaufkraft der Landwirtschaft, des Hauptkonsumenten Ungarns, blieb naturgemäß auch auf den Absatz der Industrie und des Handels nicht ohne Rückwirkung.

Die hohen Löhne, die hohe Zinslast und die erhöhten Frachtspesen der Agrarprodukte haben erhöhte Gestehungskosten zur Folge, was natürlich bei dem scharfen Konkurrenzkampfe auf dem Weltmarkte der Agrarprodukte die Absatzmöglichkeiten heute sehr beschränkt. Die Regierung ist bestrebt, die Einkommen- und Vermögenbesteuerung der Landwirtschaft zu verringern, Bahn- und Schifffrachten für Agrarprodukte zu ermäßigen. Auch suchte sie durch finanzielle Abwicklung der Bodenreform der Landwirtschaft Geldmittel zuzuführen. Zu diesem Zwecke wurde beim schwedisch-amerikanischen Zündholztrust eine 5,5%ige, in 50 Jahren zu amortisierende, hypothekarisch sichergestellte Anleihe im Betrage von 36 Millionen Dollar und zu einem Kurs von 92% aufgenommen. Der Erlös dieser Anleihe wird zur Entschädigung aller Grundbesitzer verwendet, deren Güter durch die Bodenreform teilweise enteignet wurden. Der Zündholztrust erhielt dafür das Monopol für die ungarische Zündholzproduktion, und es wurde ihm eine Preiserhöhung zuerst um einen,

Zusammenfassung der großindustriellen Statistik für Ende 1926 und 1927[6]:

Industrielle Hauptgruppen	Zahl der Betriebe			Arbeiterstand			Arbeitslöhne in 1000 Goldkronen			Auf einen Arbeiter entfielen in Goldkronen		Wert der erzeugten Industrieartikel in Millionen Goldkronen		
	1913	1926	1927	1913	1926	1927	1913	1926	1927	1926	1927	1913	1926	1927
Eisen- und Metallindustrie	240	272	314	35 627	32 766	38 097	18 404	40 213	56 655	1283	1600	252,5	209,5	294,4
Maschinenfabrikat.	138	172	194	44 595	30 048	34 058	24 257	40 999	54 544	1335	1660	226,2	148,1	218,6
Elektrische Stromerzeugungsanlagen	91	184	248	2 195	6 085	6 846	3 464	10 590	14 433	1792	2178	25,0	76,5	105,2
Stein-, Ton- und Glasindustrie	421	489	609	32 839	28 275	35 706	8 828	24 903	42 074	955	1240	70,8	86,6	142,6
Holz- und Beinindustrie	225	330	397	11 990	10 253	13 505	5 906	9 923	16 722	1035	1338	41,4	43,2	74,6
Leder-, Borsten- und Federnindustrie	48	80	89	5 792	5 760	6 387	3 111	5 988	8 671	1101	1411	44,9	60,2	92,2
Textilindustrie	125	226	289	16 092	33 296	42 372	8 005	28 817	46 423	892	1162	82,2	227,6	343,5
Bekleidungsindustr.	105	91	154	7 546	5 397	7 547	2 949	6 400	11 332	1243	1483	24,8	33,7	59,1
Papierindustrie	52	57	67	3 028	2 661	3 641	807	3 165	4 770	1216	1370	10,6	15,3	23,9
Nahrungsmittelindustrie	378	812	918	40 564	36 546	39 060	16 787	35 051	44 131	1137	1322	695,4	795,6	1148,5
Chem. Industrie	150	195	239	9 784	9 396	10 515	5 960	10 894	15 033	1220	1493	124,5	133,8	185,4
Vervielfältigungsindustrie u. Kunstgewerbe	107	104	113	9 230	7 101	8 583	3 965	15 472	22 130	2175	2637	42,1	38,3	60,1
Insgesamt	2080	3113	3631	219 282	210 428	246 317	101 633	274 452	336 918	1375	1462	1641,4	2191,6	2748,4

[6] Tabelle aus dem Pester Lloyd. 25. Dezember 1928.

später um zwei Heller pro Schachtel zugesichert. Dies rief im Parlament lebhafte Debatten hervor, da man es nicht für angebracht hielt, eine öffentliche Kreditoperation durch Belastung des Konsums durchzuführen. Im Interesse des Exportes wurden auch zwei ausfuhrfördernde Institute ins Leben gerufen.

Angebaute Fläche Ungarns
(in Tausend Katasterjoch)

	1924	1925	1926	1927	1928
Weizen	2,546	2,521	2,642	2,847	2,906
Roggen	1,192	1,204	1,229	1,165	1,154
Gerste	737	731	748	710	713
Hafer	516	516	486	454	457
Mais	1,748	1,880	1,876	1,856	1,854
Kartoffeln	447	459	441	453	461
Zuckerrüben	119	116	112	112	115

Ernteertrag
(in Millionen Meterzentnern)

	1924	1925	1926	1927	1928
Weizen	14,04	19,51	20,39	20,94	24,98
Roggen	5,61	8,26	7,98	5,68	8,21
Gerste	3,20	5,54	5,55	5,15	6,02
Hafer	2,28	3,71	3,60	3,27	3,27
Mais	18,88	22,35	19,44	17,36	11,44
Kartoffeln	15,72	23,10	18,75	20,05	14,10
Zuckerrüben	12,74	15,27	14,45	14,55	10,49

Der Wert der ausgeführten Weizen-, Roggen-, Mehl-, Schlacht- und Zugviehmengen.
(in Millionen Pengő)

Zeit	Weizen	Prozent des Total-exports	Roggen	Prozent des Total-exports	Mehl	Prozent des Total-exports	Vieh	Prozent des Total-exports
1924								
1925								
1926	135,6	15,6	50,79	5,84	119,7	14,74		
1927	105,1	13,1	46,61	5,07	80,9	9,31	91,8	11,47
1928	65,7	11,5	34,49	6,18	47,9	8,6	56,9	9,94

Die folgende Tabelle spiegelt die ungünstige Lage der ungarischen Brotgetreide- und Mehlausfuhr wider:

	in Tausend Meterzentner		Vom Exporte entfallen in Proz. auf	
	Weizen- und Roggenexport	Menge d. exportierten Mehles auf Getreide umgerechnet	Weizen und Roggen	Mehl
1913 (Großungarn) .	7,640	10,747	41,6	58,4
1924	3,199	3,327	49,0	51,0
1925	3,418	2,803	54,9	45,1
1926	6,237	2,085	74,9	25,1
1927	4,488	2,192	67,2	32,8
1927 I.—IX.	3,382	1,322	71,9	28,1
1928 I.—IX.	2,986	1,712	63,6	36,4

Verteilung des Außenhandelverkehrs nach den wichtigsten Ländern:

Einfuhr nach Ungarn

	in Millionen Pengő					in Prozenten				
	1925	1926	1927	1927 I.—IX.	1928 I.—IX.	1925	1926	1927	1927 I.—IX.	1928 I.—IX.
Österreich	193,7	189,0	203,8	146,7	140,0	22,6	19,9	17,8	17,8	16.4
Tschechoslowakei .	213,0	223,0	280,2	205,0	194.6	24.9	23.4	24.4	24,8	22,8
Rumänien	69,6	77,2	82,8	60,1	62,5	8,1	8,1	7,2	7,2	7,3
Jugoslawien . . .	28,9	33,3	49,0	34,8	40,3	3,4	3,5	4,2	4,2	4,7
Deutsches Reich .	128,9	157,8	204,2	148,0	165,0	15.0	16,6	17.9	17.9	19.3
Schweiz	29,4	37,7	47,9	32,4	36,2	3,4	4,0	4,0	4,0	4,0
Italien	39,2	44,0	53,5	40,0	34,1	4,6	4,6	4,7	4,8	4,0
Frankreich	15,2	26,6	32,0	23,0	23.0	1,8	2,8	2,8	2,8	2,7
Niederlande . . .	12,7	15,6	18,0	14,0	15,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8
Großbritannien . .	27,4	23,9	37,2	26,2	26,4	3,1	2,5	3,3	3,2	3,1
Polen	42,3	48,5	54,2	36,1	34,5	5,0	5,1	4,8	4,4	4,1
Vereinigte Staaten von Amerika . .	20,4	22,2	24,3	17,1	30,0	2,4	2,3	2,1	2,1	3,5

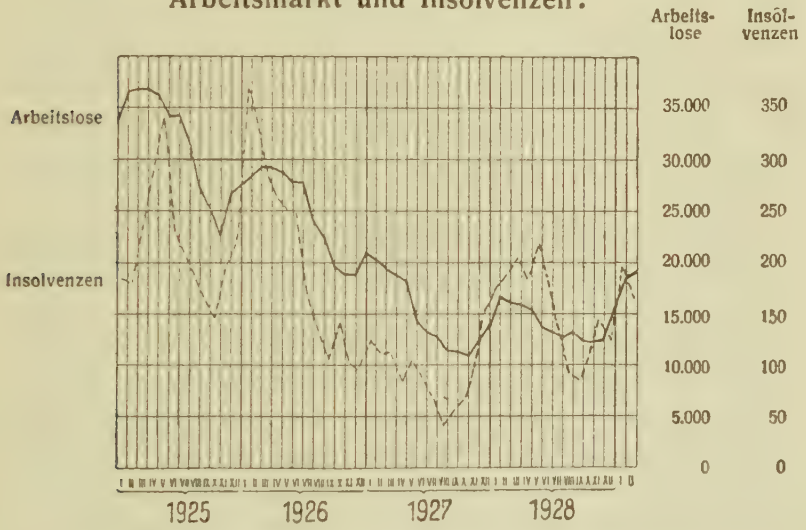
Ausfuhr Ungarns

	in Millionen Pengő					in Prozenten				
	1925	1926	1927	1927 I.—IX.	1928 I.—IX.	1925	1926	1927	1927 I.—IX.	1928 I.—IX.
Österreich	272.2	319,5	278,2	195,4	193.2	33,6	36,7	34,8	35,0	33,8
Tschechoslowakei .	195,8	173,6	156,7	107.4	107,0	24,1	20,0	19,6	19,3	18.7
Rumänien	32,6	34,4	35,8	27,6	31.0	4,0	4,0	4,4	5,0	5,0
Jugoslawien . . .	63,4	47,5	41,3	28,7	40,6	7,9	5,5	5,2	5,1	7,1
Deutsches Reich .	80.5	112,2	106,1	74,1	68,8	10,0	13.0	13,3	13.3	12,0
Schweiz	18,2	27,1	27,6	20,8	21,1	2,2	3,1	3,5	3,7	3,7
Italien	32,5	58,0	29,9	24,5	20,6	4,0	6,7	3,7	4,4	3,6
Frankreich	4,4	5,2	5,5	4,0	4,7	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8
Niederlande . . .	1,2	2,6	2,1	1,6	2,4	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4
Großbritannien . .	10,2	12,7	19,0	8,5	13,0	1,3	1,5	2,4	1,5	2,3
Polen	38,6	14,3	28,4	20,8	23,0	4,7	1,7	3,6	3,8	4,0
Vereinigte Staaten von Amerika . .	2,3	4,0	3,9	3,0	3,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6

Der größte Teil des ungarischen Außenhandels besteht im Austausch mit Österreich, der Tschechoslowakei und Deutschland. Wir sehen also, daß Ungarn nach den Kapitalexportländern kaum etwas exportiert, infolgedessen kann Ungarn die im Auslande aufgenommenen Anleihen nur durch Ausfuhr nach anderen Ländern als den Gläubigerländern begleichen.

Vermehrte Einfuhr ist die Folge des Kapitalimports. Ungarn benötigt zur Steigerung seiner Produktion Produktionsmittel, die aus dem Auslande eingeführt werden müssen. Wenn Einfuhr nur im Interesse der Produktionsausdehnung eines Landes erfolgt, so ist sie unbedenklich. Zweifellos ist die wirtschaftliche Aktivität Ungarns ganz wesentlich gestiegen, was die folgenden zwei Tabellen beweisen können.

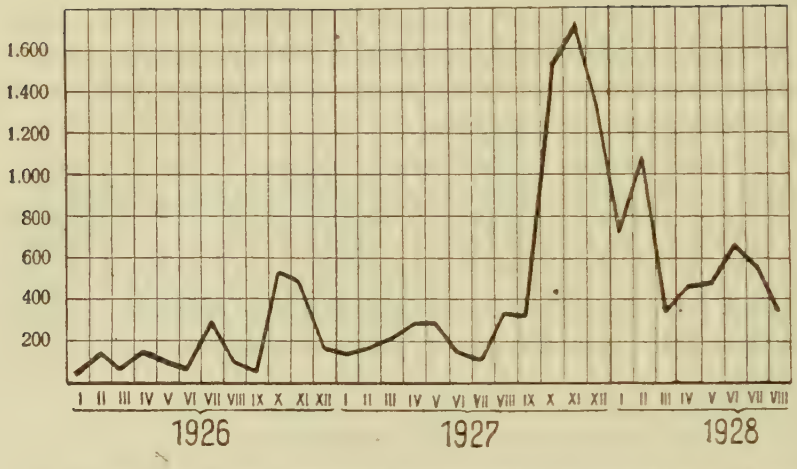
Arbeitsmarkt und Insolvenzen:



Die Ausfuhr ist aber eher zurückgegangen als gestiegen. Das „Standing" des Lebens der Bevölkerung hat sich gehoben.

Diese Ausführungen waren notwendig, um klar zu sehen, daß zwischen der Passivität der ungarischen Handelsbilanz und unserer Kapitaleinfuhr ein ursächlicher Zusammenhang besteht, der nur dann nicht den Charakter eines circulus vitiosus annimmt, wenn die Kapitaleinfuhr zu produktiven Zwecken verwendet und in dem Tempo

Bautätigkeit[7].



der Verschuldung ein gewisses Maß eingehalten wird. Da der Hauptposten der Zahlungsbilanz bisher das Handelsbilanzpassivum war und da dieses von der Kapitaleinfuhr abhängig ist, und zwar in einem kumulierten Wirkungsgrade, so nahm es eine besondere Rolle in der Zahlungsbilanz ein; es war der bedeutendste unvoraussehbare Posten. Von diesem Gesichtspunkte kommt auch den kleineren Posten der sogenannten unsichtbaren Ausfuhr, also dem Fremdenverkehr, den Auswanderersendungen, den Versicherungs- und Frachteinnahmen usw. eine ähnliche Bedeutung zu; sie sind im voraus kaum zu ermitteln und eine genaue Schätzung ist überhaupt sehr schwierig. Während z. B. Szigethy die Passivseite unserer Fremdenverkehrsbilanz im Jahre 1926 mit bloß 13,2 Millionen Pengő einstellt, schätzte der Generaldirektor der Nationalbank, Schober, diesen Posten in der Enquete über das Handelsbilanzpassivum auf 50 Millionen Pengő[8].

Im allgemeinen kann angenommen werden, daß diese kleineren Posten der unsichtbaren Exporte und Importe der Zahlungsbilanz einander gegenseitig ausgleichen.

---

[7] Tabellen I, II, III, IV, V, VI sind dem Wirtschaftsbericht der Ungar. Allgem. Kreditbank entnommen. Budapest 1929.

[8] Vgl. Schober, Die Passivität unserer Handelsbilanz. (Ungarisch.) Közgazdasági Szemle. 1927. Nr. 11—12.

Dann bildet den wichtigsten Betrag der kurrenten Posten die Summe der Zinsen und Dividenden, die in den letzten drei Jahren von 90 auf 140 Millionen Pengő anstieg und die dadurch charakterisiert wird, daß sie wie die Tilgungslasten mit ziemlicher Genauigkeit auf eine Reihe von Jahren vorausgesehen werden kann. Bei einer normalen Passivität von 150—200 Millionen könnte die Zinsenlast bloß mit höchstens 10—15 Millionen jährlich ansteigen, während der Zuwachs der letzten Jahre 1927 und 1928 mehr als das Doppelte war. Dies führt zu dem Problem des Tempos unserer Verschuldung, was am besten durch einen Vergleich unserer Verschuldung vor und nach dem Kriege beleuchtet werden kann.

Nach den Berechnungen des Professors F. Fellners hatte Ungarn im Jahre 1913 in ungarischen Staatsanleihen, Pfandbriefen und Kommunalobligationen eine Schuldenlast von 5551 Millionen Goldkronen. Von diesen entfielen 2395 Millionen auf Österreich, das mit uns ein gemeinsames Zollgebiet, eine gemeinsame Notenbank und Valuta hatte, so daß aus dieser Schuld keinerlei valutarische Verwicklungen resultieren konnten. Die eigentliche Auslandsschuld an das Zollausland betrug 3156 Millionen Goldkronen. Diese Schuld war jedoch das Ergebnis einer langen Entwicklung, und ihre jährliche Zuwachsrente betrug in der Periode von 1900 bis 1913 nicht mehr als 80 Millionen. Demgegenüber betrug die langfristige Schuldenlast Ungarns in der Periode 1924—1928 rund eine Milliarde Pengő ausschließlich in Auslandsvaluta und fast zu dem doppelten Zinsfuß wie vor dem Kriege. Der Generaldirektor der Nationalbank hält aber nicht einmal dieses rasche Verschuldungstempo für bedenklich, sondern den Umstand, daß im Jahre 1913 gegenüber einer Auslandsschuld von 5551 Millionen Goldkronen eine Inlandsschuld von 4570 Millionen gegenüberstand, während Ungarn heute bloß eine Inlandsschuld von 216 Millionen hat. Die Bedeutung dieser Tatsache erblickt Schober darin, daß der Mehrwert, der durch die Investitionen aus Inlandsanleihen geschaffen wurde, eine Reserve darstellte, aus der Ungarn schöpfen konnte, falls der durch die Investitionen der Auslandskapitalien produzierte Mehrertrag nicht mehr den Tilgungs- und Zinsendienst der Auslandsanleihen gesichert hätte.

Über die langfristigen Anleihen Ungarns gibt die folgende tabel-

larische Übersicht der Ungarischen Allgemeinen Kreditbank Aufschluß:

I. Öffentliche Anleihen.

Jahr		Nominalbetrag	Zinsfuß %	Tilgungsfrist Jahre	Emissionskurs %
1924	Völkerbundanleihe . .	14386583 £[9]	7½	20	88 (teilweise 87—92)
	Provinzstädteanleihe				
1925	I. Tranche	10000000 $	7½	20	89
1926	II. Tranche	6000000 $	7	20	93½
	Komitatsanleihe				
1926	I. Tranche	1250000 £	7½	20	98
1927	II. Tranche	1000000 £	6	19	92
1927	Budapester Stadtanleihe	20000000 $	6	35	92
	II. Pfandbriefe.				
1926 bis 1928	Verschiedene Pfandbriefemissionender ungarischenGeldinstitute	35800000 $ 2450000 £	7—7½	25—35	95—100
	III. Industrieobligationen.				
1925 —1928	Verschiedene	8000000 $ 300000 £	7—7½	20—30	88—96
1928	Ung. Transdanubische Elektrizitäts-A.-G.				
	Serie A	1000000 £[10]	4½	25	97
	Serie B	2300000 £	6½	33	93
	IV. Verschiedene Obligationen.				
1927 bis 1928	Kommunalobligations- und sonstige Emissionen der ungarischen Geldinstitute (darunter auch 5- bzw. 10jährige)	7400000 $ 30000 £	7—7½	5—35	95½ bis 100½
	V. Kirchenanleihen.				
1927	Röm. kath. Religionsfonds	2840000 Hfl.	7	35	97
1927	Budapester israelitische Religionsgemeinde . .	200000 £	8	35	100
1927	St. Benediktinerorden	850000 Hfl.	8	—	98
1928	Ursulinerinnenstift in Dombovár	200000 Hfl.	8	10	99
1928	Protestantische Kirchengemeinden . .	1250000 $	7	35	—

[9] Begeben in verschiedenen Ländern und Währungen.

[10] Unter Garantie des britischen Schatzamtes auf Grund der Trade Facilities Act.

Insgesamt beläuft sich daher die langfristige Verschuldung Ungarns seit dem Jahre 1924 (auf Dollar umgerechnet) auf einen Nominalbetrag von Dollar 201 201 500, deren Erlös ungefähr 975 000 000 Pengő beträgt. In zeitlicher Reihenfolge gestaltete sich die Kapitaleinfuhr wie folgt:

1924 (Völkerbundanleihe)	Pengő 294400000
1925	Pengő 63146000
1926	Pengő 142539000
1927	Pengő 216945000
1928	Pengő 258018000
Zusammen:	Pengő 975048000

Wie aus diesen Zahlen ersichtlich, wurden dem Lande seit 1925 in stets steigendem Maße langfristige Kredite seitens des Auslandes zur Verfügung gestellt. Unter Außerachtlassung der Völkerbundanleihe wurde ein Anleihebetrag von Nom. Dollar 131426500 gegeben, wovon auf:

1. die Anleihen der öffentlichen Hand . . Nom. Dollar 46912500 = 35,7%
2. die Anleihen der Privatwirtschaft . . Nom. Dollar 84514000 = 64,3%

entfallen.

Von dem Gesamtbetrag der Anleihen haben

der Staat	Nom. Dollar 69775000
die Städte, Komitate und Komunen	Nom. Dollar 50458000
die Landwirtschaft (Pfandbriefanleihen, teilweise auf städtische Immobilien liquidiert)	Nom. Dollar 51732000
die Industrie	Nom. Dollar 25460000
die Kirchengemeinden und geistliche Orden	Nom. Dollar 3776000
Zusammen:	Nom. Dollar 201201500

in Anspruch genommen.

Es sei bemerkt, daß die im Jahre 1298 zwecks finanzieller Abwicklung der Bodenreform an den schwedisch-amerikanischen Zündholztrust gegebene Anleihe im Betrage von Nom. Dollar 36000000 (5½%, 50 Jahre, Zuzählungskurs 92%), deren Erlös in drei gleichen Jahresraten erst ab 1929 zur Liquidierung gelangt, nicht in Berücksichtigung gezogen wurde.

Die gesamte langfristige Schuldenlast Ungarns betrug nach der Schätzung Szigethys am Ende des Jahres 1928 2354 Millionen

Pengő, worin die staatlichen, kommunalen und privaten Anleihen der Vor- und Nachkriegszeit berücksichtigt sind (die Vorkriegsanleihen, soweit sie eine Regelung erfahren haben).

Die Berechnung der kurzfristigen Verschuldung ist bereits eine kompliziertere Aufgabe. Die gesamte kurzfristige Verschuldung schätzt Szigethy auf 700 Millionen Pengő Ende 1928, wobei er, wie auch Imrédy, die kurzfristige Warenschuld mit 150 Millionen Pengő annimmt. Demgegenüber schätzt der Direktor des Ungarischen Kreditorenschutzvereins, Dr. Ernst György, diesen Posten auf 300 bis 400 Millionen[11].

György weist zwar darauf hin, daß der Abstand zwischen den beiden Schätzungen etwas vermindert wird, wenn man berücksichtigt, daß seine Berechnungen bloß Bruttoziffern sind, d. h. nur die Importe berücksichtigen, während Szigethy und Imrédy die durch die ungarische Fabrikindustrie und den Großhandel gewährten Warenkredite von den Bruttoziffern in Abzug bringen. Da es jedoch als äußerst unwahrscheinlich erscheint, daß diese Summen 150 bis 250 Millionen ausmachten, muß angenommen werden, daß die Schätzungen Györgys der Wahrheit näherkommen und die kurzfristigen Warenkredite Ungarns auch nach einer Nettoberechnung mit etwa 250—300 Millionen Pengő angenommen werden können. Wohl muß auch in Rechnung gestellt werden, daß der kurzfristigen Schuld ein Aktivposten in der Form der kurzfristigen Forderungen Ungarns (inklusive des Devisenbestandes der Nationalbank) von 480 Millionen gegenüberstehen. Dennoch war das Problem der kurzfristigen Verschuldung eines der heikelsten Fragen der ungarischen Zahlungsbilanz und es bildete stets das Bestreben der Ungarischen Nationalbank, diese Schuld durch diskont- und kreditpolitische Maßnahmen so niedrig als möglich zu halten.

Da die langfristigen Kredite für Investitionszwecke aufgenommen wurden, so dürfen wir hoffen, daß die Produktion des Landes in Zukunft steigen wird. Vom privatwirtschaftlichen Standpunkte aus ist die Verschuldung nicht störend, wenn die verschuldeten Unterneh-

[11] Vgl. Dr. Ernst György, Das Problem der ausländischen Warenkredite. (Ungarisch.) Közgazdasági Szemle. 1928. Nr. 12.

mungen einen Gewinn erzielen können, der für Zinsendienst und Amortisation ausreicht. Vom volkswirtschaftlichen Standpunkte aus (Währung) aber stellt sich die Frage, wie die Transferierung der Annuitäten erfolgen kann. Wenn die Nationalbank, vermittelst ihrer Reserve, die Transferierung nicht durchführen kann, so muß sie auf den Mechanismus der Diskontpolitik und die Kreditrestriktion zurückgreifen. Das aber kann schwere Folgen für die Volkswirtschaft haben. Es wird ein Deflationsdruck ausgeübt, der die Wirtschaft zur Stockung bringen kann. Eine dauernde Transferierung wird so nicht möglich sein, man wird eher wieder durch Anleiheaufnahme transferieren oder aber durch Überfremdung der Wirtschaft, d. h. durch Verkauf von ungarischen Aktien-Paketen ins Ausland.

Infolgedessen sagt der Bericht der Ungarischen Nationalbank für das Jahr 1928 sehr richtig: „Die Frage der einheimischen Kapitalbildung stellt das Zentralproblem des ungarischen Wirtschaftslebens dar, und seine Lösung kann nur durch eine möglichst gesteigerte Produktion tatsächlicher Werte und durch Verwendung eines möglichst großen Teiles dieser Mehrwerte zur Fundierung zukünftiger Wohlfahrt, also zum Ausbau der weiteren Produktion, erreicht werden."

Aber auch der Bankkredit sollte besser entwickelt werden, damit die Volkswirtschaft trotz einer kleinen Notenbankreserve ausreichend Kredit zur Verfügung hat. Der Fall der Vereinigten Staaten, wo auf Grund einer Goldreserve von ca. 3,6 Milliarden Dollars eine Kreditausdehnung von ca. 79 Milliarden Dollars möglich ist, möge als Schulbeispiel dienen. Eine solche Kreditpyramide (mit der Spitze nach unten) ist heute notwendig. Auch Ungarn sollte sich dazu langsam und mehr von der Zentralstelle her entwickeln, damit im Falle des Abströmens von Barreserven nicht sofort Deflationsdruck ausgeübt werden muß.

Zusammenfassend können wir feststellen, daß das Problem der ungarischen Zahlungsbilanz in erster Linie eine Frage der Wirtschaftsbilanz ist. Gelingt es mit Hilfe der in den letzten Jahren abgeschlossenen langfristigen Anleihen, das technische Niveau der ungarischen Produktion soweit zu heben, daß die Produktivität der ungarischen Gesamtwirtschaft gesteigert, die Kapitalbildung gefördert

und der Konsum in gesundem Rahmen gehalten wird, so wird der Abstand zwischen Produktion bzw. Kapitalbildung einerseits und Konsum und Investitionen andererseits schrittweise vermindert. Die langfristige Verschuldung verlangsamt sich und dadurch auch das Passivum der Handelsbilanz. Der Fortschritt der Kapitalbildung ermöglicht eine schnellere Tilgung der bestehenden Schulden und die Effektuierung von Investitionen auch aus inneren Anleihen. Die Nationalbank hat in dieser Entwicklung die Rolle des obersten Kontrollorgans, das namentlich das Tempo der Verschuldung und die Produktivität der Anleiheverwendung mit wachsamen Auge verfolgt. Das Kontrollrecht des Finanzministers über langfristige öffentliche Auslandsanleihen wird in Gemeinschaft mit dem Präsidenten der Ungarischen Nationalbank ausgeübt. Daß die Leitung der Nationalbank diese Kontrolle in der Zukunft mit der gleichen Energie ausübt, wie sie sie in der Vergangenheit ausgeübt hat, darin liegt eine der wichtigsten Garantien der gesunden Entwicklung der ungarischen Wirtschaft.

Schlußwort

Ausblick auf die Zukunft

Wir haben in unseren bisherigen Ausführungen einen allgemeinen Überblick über die Kredit- und Währungspolitik der Ungarischen Nationalbank gegeben. Dieser Rückblick auf die fünfjährige Tätigkeit der Bank soll nun durch eine Ausschau auf die zu erwartenden Zukunftstendenzen, wenn auch in noch so aphoristischer Form ergänzt werden. Zwei Aspekte der Zukunft eröffnen sich dem Forscher, der aus der bisherigen Entwicklung der Bank auf die künftige Gestaltung ihrer Tätigkeit schließen will: ein innerer und ein äußerer. In innerer Beziehung kann erwartet werden, daß die Bank an ihrer bisherigen vorsichtigen und gesunden Politik, den Kreditbedarf des Landes stets in Harmonie und in Ergänzung der großen kreditpolitischen Tendenzen der Weltwirtschaft zu befriedigen, auch künftig festhalten wird. Will die Bank das ungarische Preisniveau vor Erschütterungen bewahren, was auch bisher stets ihr oberstes Ziel gebildet hat, so wird sie trachten müssen, daß zwischen der Gestaltung der Weltmarktpreise und des ungarischen Preisniveaus keine Diskrepanz entstehe, was teils durch die Harmonisierung, teils durch die Ergänzung der kreditpolitischen Tendenzen der Weltwirtschaft und Ungarns erreicht werden kann. Als die große amerikanische Börsenhausse in den Jahren 1928 und 1929 die langfristigen Kredite Ungarns erschwerte und bedeutende kurzfristige Kredite ablenkte, war es eine hervorragende Aufgabe der Nationalbank, durch Erweiterung der inneren Kreditrahmen selbst in die Bresche zu springen. Wird die nächste Zukunft einen Rückfluß namhafter Kapitalien nach dem europäischen Festlande ergeben, und wird das Kapitalangebot einzelner kontinentaleuropäischer Länder (Frankreich) sich auch auf dem ungarischen Kapitalmarkte auswirken, so wird die Nationalbank mit

ihrer traditionellen Wachsamkeit auf der Hut sein müssen, daß das Tempo unserer Verschuldung nicht das Maß überschreite, das durch die Rücksichten auf eine gesunde Entwicklung unserer Zahlungsbilanz als geboten erscheint. Hierbei wird namentlich eine gesteigerte Kontrolle nicht nur des Abschlusses, sondern auch der Verwendung der Auslandskredite von nöten sein. Bei der bisherigen Abwicklung der staatlichen Investitionen, die in der Periode 1924—1928 mehr als eine Milliarde betrugen, wurde nicht immer die Umsicht an den Tag gelegt, ist nicht immer so systematisch vorgegangen worden, wie dies erforderlich gewesen wäre. Unter der Leitung der Nationalbank sollte eine Organisation für die Verwendungskontrolle der Auslandskredite errichtet werden, die gleichzeitig für einen großen bis in die Einzelheiten ausgearbeiteten Investitionsplan zu sorgen hätte. Denn fast so wichtig wie die Produktivität und Rentabilität der Anleiheverwendung ist in einem kapitalarmen Lande wie Ungarn die Reihenfolge des Investitionsplanes. Durch diese Organisation wird die Nationalbank letzten Endes auch auf die Gestaltung unseres Budgets Einfluß nehmen können, das in den letzten Jahren eine allzu plötzliche Ausweitung seiner Rahmen erfahren hat. Das mahnende Wort des Präsidenten der Nationalbank scheint in dieser Hinsicht nicht zu genügen, sein institutioneller Einfluß auf die staatliche Ausgaben- und Investitionspolitik sollte künftighin gesichert werden.

Die auswärtige Perspektive der künftigen Tätigkeit der Ungarischen Nationalbank führt zum Gedanken der Kooperation der Notenbanken. An der Wiege der Ungarischen Nationalbank steht bereits dieser Gedanke, denn sie konnte die Aufnahme ihrer Tätigkeit überhaupt durch die weitherzige Hilfe, den Vorschuß der Bank of England auf die ungarische Völkerbundanleihe aufnehmen. Damals schrieb der Präsident der Nationalbank, Alexander Popovics, die folgenden denkwürdigen Worte: „Natürlich wäre der Umfang, den eine Kooperation der Notenbanken nehmen könnte, durch den konkreten Fall der Regelung des Verhältnisses der Ungarischen Nationalbank zur Bank von England nicht erschöpft. Wie weit der Kreis einer Kooperation abgesteckt werden soll, ist eine Frage, über die noch sehr viel gesprochen werden wird. Der leitende Gedanke, die Notenbanken im Interesse der Wiedergesundung der kranken Währungslage organisch zusammen-

zufassen, hat eine so enorme Tragweite, daß seine Verwirklichung des Schweißes der Edlen wert ist. Seine Bedeutung muß in erster Linie in dem Umstand erblickt werden, daß durch eine organische dauernde Zusammenarbeit der Notenbanken ein System hergestellt werden würde, das geeignet ist, die durch den Krieg und seine Nachwirkungen zerstörten Grundpfeiler der individualistischen Wirtschaftsordnung wieder aufzubauen, das verschwundene Vertrauen zum Gelde als Wertbewahrer wieder herzustellen und damit auch die kranke Gesellschaftsordnung in normale, gesunde Bahnen zu leiten."

Diese weisen vorausblickenden Worte von der „organischen, dauernden Zusammenarbeit der Notenbanken" sind seither verwirklicht worden. In der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich soll die Idee der Kooperation der Notenbanken eine organische und dauernde Form erhalten. Auf die Struktur und Problematik der Bank einzugehen, ist hier nicht der Ort, es soll nur kurz angedeutet werden, worin die Bedeutung der BIZ. für die internationale Wirtschaft und namentlich für die Ungarische Nationalbank unseres Erachtens zu liegen scheint. Von den nicht reparationspolitischen Aufgaben, mit denen die Bank betraut werden soll, wären im Sinne der Statuten die Ausweitung des Welthandels, die Stabilisierung der Wechselkurse, das Goldclearing und im allgemeinen eine systematische Zusammenarbeit der Notenbanken der Welt zu nennen. Was die erste Aufgabe der Ausweitung des Welthandels betrifft, soll diese durch „Einsetzung von Kredit innerhalb vernünftiger Grenzen" gefördert werden. Diese Aufgabe könnte durch Gewährung von langfristigen Anleihen an unentwickelte Länder, durch Rembourskredite und durch Sachlieferungszwischenkredite geschehen. Wenn wir annehmen, daß der Bank anfangs kaum größere Einlagen als eine Milliarde Mark zur Verfügung stehen werden[1] und auch diese wohl in äußerst liquider Form gehalten werden müssen, so können wir von dieser Kreditierungsmöglichkeit der Bank keinerlei besondere Belebungen des Welthandels erwarten. Auch an die Rembourskreditgewährung der Bank sind keine besonderen Hoffnungen zu knüpfen, da diese Art von

[1] Vgl. Die Reparationsbank. Kritische Betrachtungen von L. Albert Hahn, Alfred Lansburgh usw. 1929.

Krediten auch bisher in Überfülle zur Verfügung standen, die Vermittlung der BIZ. kann sie höchstens am richtigsten Orte einsetzen und Fehlleitungen vermeiden, was allerdings eine nicht zu unterschätzende Bedeutung haben dürfte. Die vornehmsten Aufgaben der BIZ. werden aber für die Weltwirtschaft und zugleich auch für die Notenbanken kapitalarmer Länder, wie die Ungarische Nationalbank, auf dem Gebiete des Goldclearings und der Wechselkursstabilisierung liegen. Es steht über allem Zweifel, daß die Haltung von „earmarked Depots" durch die Notenbanken bei der BIZ. die effektiven Goldverschiffungen außerordentlich einschränken, Transportkosten-, Versicherungs- und Zinsverluste sparen und zu einer rascheren Abwicklung der internationalen Goldbewegungen überhaupt führen wird. Dies kann eine stabilisierende Wirkung auf die Wechselkurse im allgemeinen und infolgedessen in einem bescheidenen Maße auch auf die Preisniveaus haben, da der raschere Goldausgleich auch den rascheren Ausgleich internationaler Preisdifferenzen fördern dürfte.

Die andere wesentliche Funktion der BIZ. dürfte in der Eröffnung von Krediten an die Notenbanken bzw. in Rediskontierungen von Wechseln der Notenbanken liegen. Auch diese Art von Krediten würde keine zusätzliche Kaufkraft in großem Maßstabe schaffen, aber sie ermöglichten die bessere Ausnützung der Notenbankreserven, würden wohl der Goldverknappung entgegenwirken, da für sämtliche Länder mit Golddevisenwährung die Kredite der BIZ. die Funktion einer Devisenreserve besäßen. Dies hätte eine gemäßigte inflatorische Wirkung und würde dazu beitragen, die Weltkonjunktur zu fördern. Freilich bedeutete auch dies an sich kein Novum, da ja von der Golddevisenwährung auch bisher bekannt wurde, daß sie eine doppelte Kaufkraftschöpfung ermögliche. Außerdem wird dieses System wohl auch die Stabilisierung von notleidenden Wechselkursen und das Hinweghelfen einzelner Notenbanken über provisorische Schwierigkeiten erleichtern. Wenn wir berücksichtigen, daß die Ungarische Nationalbank auch im Jahre 1929 vorübergehend einen Kredit von 10 Millionen Dollar bei auswärtigen Notenbanken aufgenommen hat, um ihre Devisenlage zu erleichtern, so können wir abschätzen, von welcher Bedeutung eine solche Einrichtung für die Notenbanken kleinerer Länder sein wird.

Die Ungarische Nationalbank hat die Idee der Kooperation der Notenbanken stets aufs herzlichste begrüßt und hat durch die weise und vorsichtige Bankpolitik ihrer Leitung sich stets reibungslos in diese Kooperation einzugliedern verstanden. Es kann die Hoffnung gehegt werden, daß die zukünftige Vertiefung dieser Kooperation auch die Ungarische Nationalbank unterstützen und dadurch ermöglichen wird, ihre kreditpolitischen Funktionen im Dienste der ungarischen Wirtschaft zum Gedeihen des Wohlstandes und der Blüte der ungarischen Nation auszuüben.

Quellen- und Literaturverzeichnis

Aftalion, Alfred, Monnaie, Prix et Change. 1927.

Bendixen, Fr., Währungspolitik und Geldtheorie. 1916.

Burgess, Randolph, The Reserve Banks and the Money Market. 1927.

Cassel, Gustav, Das Geldproblem der Welt. 1921.

— Währungsstabilisierung als Weltproblem. 1928.

— Weltwirtschaft und Geldverkehr. 1920.

Dalberg, Diskontpolitik und Kreditregulierung. Zugleich eine Untersuchung zur Höhe des Reichsbankdiskontsatzes. Bank-Archiv 15. 11. 1925.

Dierschke und Müller, Die Notenbanken der Welt. Bd. 1. 1926.

Einzig, Paul, International Gold-Movements. 1929.

Fisher, Irving, The purchasing power of Money. 1925.

— The Money Illusion. 1928.

György, Ernst, Das Problem der ausländischen Warenkredite. (Ungarisch.) Közgazdasági Szemle. 1928. Nr. 12.

Hahn, Albert, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites. 1920.

— Goldvorteil und Goldvorurteil. Eine währungspolitische Studie. 1924.

— Die konjunkturlose Wirtschaft. Im Wirtschaftsdienst. Nr. 16 vom 17. April 1925.

— Grundprinzipien der monetären Konjunkturlehre. In: „Beiträge zur Wirtschaftstheorie", herausgegeben von K. Kiehl.

— Kredit. Artikel im Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 4. Aufl.

— Reparationsbank. Kritische Betrachtungen. 1929.

Havas, Miksa, Die Ungarische Nationalbank und der Geldmarkt. (Ungarisch.) 1928.

Hawtrey, Currency and Credit. 1926.

— Trade and Credit. 1929.

Hayek, Friedrich, Geldtheorie und Konjunkturtheorie. 1929.

Honegger, Hans, Der schöpferische Kredit. 1929.

Imrédy, Béla, La statistique au service des Banques d'Emission. Im Journal de la Societé Hongroise de Statistique. No. 1—2. 1929.

— Das Problem der Zahlungsbilanz. (Ungarisch.) Im Magyar Szemle. 1927. Nr. 3.

Judik, Josef, Die Goldfrage. Im Közgazdasági Szemle. 1927. Nr. 3—4. (Ungarisch.)

Käppeli, B. Robert, Der Notenbankausweis in Theorie und Wirklichkeit. Jena 1930.

Keynes, J. M., A Tract on Monetary Reform. 1923.

— Zur Dynamik der Deflation. Art.

Kisch, C. H., and Elkin, W. A., Central Banks. 1928.

Knapp, G. F., Staatliche Theorie des Geldes. 4. Aufl. 1923.

Kovacs, Leopold, Die Unabhängigkeit des Banknotenumlaufs vom Geld. 1916.
Kresz, Karl, und Némethy, Koloman, Der Umsatz der Ungarischen Nationalbank. (Ungarisch.) 1926.
Landmann, Julius, System der Diskontpolitik. 1900.
Lotz, Walter, Diskonto und Diskontpolitik. Im Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 3. Aufl.
Löwe, Adolf, Über den Einfluß monetärer Faktoren auf den Konjunkturzyklus. In: Beiträge zur Wirtschaftstheorie, herausgegeben von K. Diehl. 1928. Bd. 173.
Machlup, Fr., Die Goldkernwährung. 1925.
Mises, Ludwig, Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik. 1924.
— Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. 2. Aufl. 1924.
— Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik. 1928.
Mitchell, Wesley, C., Business Cycles. 1928.
Neubauer, Franz, Eine Wirtschaftstragödie. Art. im Pester Lloyd. Budapest, 24. August 1927.
Nitti, Francesco, Principes de science des finances. 1928.
Pályi, Melchior, Quantitätstheorie. Art. in Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 4. Aufl.
— Ungelöste Probleme der Geldtheorie. In: „Die Wirtschaftswissenschaft nach dem Kriege". 1925.
Papp, Ovári, Zoltán, Die Reform des Notenbankwesens in England. (Ungarisch.) Art. in Közgazdasági Szemle. 57. Jahrg. Bd. 76. Nr. 8—9.
Popovics, Alexander, Das Geldwesen im Kriege. 1925.
— Die Kooperation der Notenbanken.
— Einige Gedanken über die Wirtschaftslage im Jahre 1928. Art. im Pester Lloyd vom 25. Dezember 1928.
Rist, Charles, La Deflation en Pratique. 1924.
Robertson, D. H., The Money. 1928.
Röpke, W., Kredit und Konjunktur. Jahrbuch f. Natök. u. Stat. 1926.
Salin, E., Staatliche Kreditpolitik. 1928.
— Bemerkungen zu Keynes: „A Tract on monetary Reform." Schmollers Jahrbuch f. Gesetzgbg., Verw. u. Volksw. im D. R. Jahrg. 48.
Schacht, H., Vorwort zu R. Burgess: „Federal Reserve Banken."
Schober, Béla, Die Notenbank im Jahre 1924. Art. im Pester Lloyd vom 18. Januar 1925.
— Die Passivität unserer Handelsbilanz. (Ungarisch.) Art. im Közgazdasági Szemle. 1927. Nr. 11—12.
Schumacher, Die Währungsfrage als weltwirtschaftliches Problem. 1921.
Schumpeter, J., Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. Archiv f. Sozw. Bd. 44.
— Kreditkontrolle. Archiv f. Sozw. u. Sozp. Bd. 54. 1925.
— Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. 1926.
Sinz, J., Die Sanierung Ungarns. 1928.
Somary, Felix, Bankpolitik. 1915.
Spann, Othmar, Bemerkungen zu Irving Fishers Geldlehre. Schmollers Jahrbuch. Jahrg. 41.

Taussig-Pályi, Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen. 1929.
Vágó-Kemény, Die Volkswirtschaft Ungarns in den Jahren 1925, 1926, 1927, 1928. Art. im Pester Lloyd.
Varga, Stephan, Analyse der Notenumlaufs-, Wechselbestand- und Metallschatzdaten der Ungarischen Nationalbank und der Österreich-ungarischen Bank. (Ungarisch.) 1929.

Gesetzsammlungen, Statistiken, statistische Bulletins, Jahresberichte und Jahrbücher

Berichte des Generalkommissars des Völkerbundes in Ungarn.
Jahresberichte und wöchentliche Ausweise der Ungarischen Nationalbank für die Jahre 1924—28.
Jahresberichte der Ungarischen Allgemeinen Kreditbank für die Jahre 1924—28.
Journal de la Societé Hongroise de Statistique. Budapest 1929. No. 1—2.
Revue Hongroise de statistique. Monatshefte für die Jahre 1925—28.
Societé des Nations, Commission économique et financière. Memorandum sur les Monnaies 1913—22. Genève 1923.
Statuten der Ungarischen Nationalbank.
Ungarisches Wirtschaftsjahrbuch: 1., 2., 3., 4. Jahrgang.
Wirtschaftsberichte der Geldinstituts-Zentrale, Budapest. 1., 2., 3., 4., 5. Jahrgang. 1925—29.
Wirtschaftsberichte der Ungarischen Allgemeinen Kreditbank. Monatshefte für die Jahre 1926, 1927, 1928.

Handbücher, Zeitschriften und Zeitungen

Handwörterbuch der Staatswissenschaften. 4. Aufl. 1923.
Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, herausgegeben von Emil Lederer.
Beiträge zur Wirtschaftstheorie, herausgegeben von Karl Diehl.
Közgazdasági Szemle. Monatsschrift unter Redaktion von Wolfgang Heller. Jahre 1927, 1928, 1929.
Manchester Guardian Commercial. 1927—28.
Weltwirtschaftliches Archiv. Zeitschrift des Instituts für Weltwirtschaft und Seeverkehr an der Universität Kiel, herausgegeben von B. Harms.
Wirtschaftsdienst, herausgegeben vom Hamburgischen Weltwirtschaftsarchiv an der Universität Hamburg.
Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik. Jena.
Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich.

Tageszeitungen

Magyar Hirlap (Budapest).
Manchester Guardian.
Pester Lloyd (Budapest).
Pesti Tözsde (Budapest). (Wochenschrift.)

CURRICULUM VITAE

Tibor Julius Nagy, geboren den 25. April 1908 in Debrecen (Ungarn) als Sohn des Gutsbesitzers Alexander Nagy und seiner Ehefrau Anna, geb. Kanitz de Nagyecser, erzogen von seinem Stiefvater, Gerichts-Senatspräsidenten Dr. Julius Hoselitz. Ich besuchte das Humanistische Gymnasium in Budapest und habe im Jahre 1926 die Reifeprüfung an dem Ung. Staatl. Emmerich-Madach-Gymnasium, Budapest, bestanden. Dann widmete ich mich dem Studium der Nationalökonomie an der Universität Frankfurt am Main auf zwei Semester. Ich besuchte die nationalökonomischen und juristischen Vorlesungen der Herren Professoren Arndt, Gerloff, Fritz Schmidt, Hellauer, Kalveram, Giese, Klausing. Danach bezog ich die Viktoria-University zu Manchester (England), an der ich 1 Jahr (3 Terms) lang mein Studium fortsetzte. Ich besuchte die nationalökonomischen und geschichtlichen Vorlesungen der Dozenten A. Redfort, T. S. Ashton, A. L. Dakyns, Jewkes. Zu Beginn des Wintersemesters 1928/29 bin ich in der philosophischen Fakultät I der Universität Basel immatrikuliert worden. Ich folgte den Vorlesungen der Herren Professoren Salin, Bauer, Mangold, Ritschl, Bächtold, Ruck, Simonius und nahm an den volkswirtschaftlichen statistischen und geschichtlichen Seminarübungen dieser Herren teil. Meine Dissertation entstand unter der Leitung von Herrn Professor Salin. Das mündliche Doktorexamen in Nationalökonomie, Statistik und Geschichte habe ich am 5. Juni 1930 bestanden.